

Einar Nysetvold
Ingrid Hove

Verdsettelse av BW Energy

Valuation of BW Energy

Semesteroppgave i Økonomi og Administrasjon, Finansiell Styring
Veileder: Khine Aye Myat Khiaw

April 2022

Einar Nysetvold
Ingrid Hove

Verdsettelse av BW Energy

Valuation of BW Energy

Semesteroppgave i Økonomi og Administrasjon, Finansiell Styring
Veileder: Khine Aye Myat Khiaw
April 2022

Norges teknisk-naturvitenskapelige universitet
Fakultet for økonomi
NTNU Handelshøyskolen



NTNU

Kunnskap for en bedre verden

Forord

Denne oppgaven er skrevet i sammenheng med vårt siste semester av en bachelorgrad i Økonomi og Administrasjon ved NTNU Handelshøyskolen. Omfanget er på 7,5 ECTS, og konkluderer spesialiseringen vår i Finansiell Styring.

Gjennom arbeidet med oppgaven, både i metode og analyser, har vi anvendt kunnskaper tilegnet gjennom studie og verv ved NTNU Handelshøyskolen. Oppgaven er basert eksklusivt på sekundærdata og offentlig tilgjengelig informasjon.

Sammendrag

Formålet med denne oppgaven var å finne en rettferdig markedsverdi til det børsnoterte aksjeselskapet BW Energy, basert på en rekke strategiske, markedsbaserte og fundamentale analyser. Problemstillingen ble med det:

«Hva er en rettferdig markedsverdi av aksjene til BW Energy per 31.03.2022?»

Innledningsvis har vi analysert forretningsmodellen til BW Energy, som gav videre grunnlag for å identifisere bransjen og konkurranselandskapet til selskapet. BW Energy og deres konkurrenter er såkalte «E&P – Exploration and production»-selskaper, og BW Energy driver spesifikt med utvikling og produksjon av kjente oljefelt.

Videre utførte vi grundigere strategiske analyser av BW Energy og deres omgivelser. I gjennomføringen av en SWOT-analyse startet vi med de eksterne faktorene, altså muligheter og trusler gjennom PESTEL og Porters fem konkurransekrefter. Dette gav et godt utgangspunkt for å analysere BW Energys egne ressurser, konkurransefortrinn og posisjon i landskapet som vi utforsket gjennom en VRIO-analyse. For å se nærmere på BW Energys interne opptreden gjennomførte vi diverse lønnsomhetsanalyser basert på nøkkeltall. Fordi BW Energy ikke ble børsnotert før i 2019, hadde vi begrenset med informasjon til disse analysene, som vi måtte ta hensyn til når vi skulle vekte dem inn mot et endelig kursmål.

Etter de strategiske analysene gikk vi videre til en mer detaljert markedsbasert analyse – multippelanalyse. Basert på forretningsmodellen og landskapet til BW Energy identifiserte vi sammenlignbare selskaper vi kunne bruke for å finne den markedsbaserte, relative verdien av BW Energy. Gjennom den inntektsbaserte multippelen P/E, den profittbaserte multippelen EV/EBITDA og den produksjonsbaserte EV/BOEPD kom vi frem til et foreløpig kursmål på NOK 24,43. P/B ble også anvendt, men fikk tildelt liten vekt mot det endelige kursmålet.

Til slutt utførte vi en Discounted Cash-Flow analyse for å finne den fundamentale verdien til BW Energy. DCFen ble utført etter multippelanalysen for å kunne bruke de sammenlignbare selskapene sin beta til å bestemme WACC. Fremtidige kontantstrømmer ble så modellert 14 år frem i tid basert på oppgitte produksjonstall og futures-markedet for prisen per fat olje, samt en rekke velbegrunnede antakelser. Fordi vi kunne modellere så nøyaktig og så langt frem i tid, valgte vi å se bort fra perpetuity-verdi i analysen, og vektet også DCFen høyest mot det endelige kursmålet. DCF-analysen gav oss et kursmål på NOK 48,50. Prisen fra DCFen ble så tatt gjennom en sensitivitetsanalyse av WACC, valutakurs og oljepris for å utforske hvor følsomt kursmålet var til antakelsene knyttet til disse.

Den vektete kursen med 10% fra multippelanalysen og 90% fra DCF gav oss en endelig markedsverdi på NOK 46,09 per aksje.

Abstract

The purpose of this thesis is to determine the market value of the publicly listed company BW Energy. Our final valuation is based on thorough strategic, market-based, and fundamental analyses, through the research question of:

“What is a fair market value of the BW Energy stock as of 31.03.2022?”

Initially we performed an analysis of BW Energy’s business model, to determine industry of operations and competitive landscape. BW Energy and its comparable companies are E&P – Exploration and Production companies. BW Energy specifically specialize in acquiring, developing, and producing known oil-fields.

Next, we performed thorough strategic analyses of BW Energy and their environment. In conducting a SWOT-analysis we started out by looking at the external opportunities and threats through the eyes of PESTEL and Porters five forces. This gave a starting point for evaluating BW Energy’s internal resources and competitive advantages in said environment. To conduct the internal analysis we performed a VRIO-analysis. Moreover we used the financial statements to determine KPIs and quantify the internal past performance. Due to BW Energy only being publicly listed since 2019 we had limited access to accounting numbers, and thus weighted this analysis less towards our final value call.

Using the business model and external industry analysis we found companies comparable to BW Energy, leading us to perform a marked-based multiples analysis. Specifically we used the P/E multiple for revenues, EV/EBITDA for profits and EV/BOEPD for production, which gave a final marked-based, relative value of NOK 24,43 for BW Energy. Moreover we used the P/B-multiple, but assigned it a lower value towards the final market value call.

Lastly, we performed a Discounted Cash-Flow analysis to determine the fundamental value of BW Energy. We chose to do this after the multiples-analysis in order to use the beta of comparable companies for the WACC. Next we modeled the cash flows of BW Energy 14 years into the future based on known future production numbers and the futures-market for predicted oil prices. This gave such a thorough analysis we chose to not include perpetuity-value, and also weighted the DCF most heavily towards our final value. The DCF-analysis provided a fundamental value of NOK 48,50 per share, which proved to not be overly sensitive to changes in WACC, currency or future oil-prices.

The weighted average of 10% from the multiples analysis and 90% from the DCF gave a final market value for BW Energy of NOK 46,09 per share.

Innholdsfortegnelse

Forord.....	1
Sammendrag	2
Abstract.....	3
1.0 Innledning	8
1.1 Motivasjon for oppgaven	8
1.2 Oppgavens oppbygning.....	8
1.3 Problemstilling.....	8
1.4 Metode og empiri	9
2.0 Selskaps- og bransjebeskrivelse	10
2.1 BW Energy sin historie	10
2.2 Om aksjen	10
2.3 Verdikjede	12
2.4 Visjon, mål og strategi	13
2.4.1 Visjon.....	13
2.4.2 Mål.....	13
2.4.3 Strategi	13
2.5 Markedsintroduksjon	14
2.5.1 E&P markedet.....	14
2.5.2 Petroleum.....	15
2.5.3 Oljereserver.....	15
2.5.4 Oljepris	16
2.5.5 BW Energy	16
2.6 Bransjeanalyse	17
2.6.1 Energiindustrien	17
3.0 Strategisk analyse	20
3.1 Eksterne analyser	20
3.1.1 PESTEL.....	20
3.1.1.1 Politiske omgivelser	20
3.1.1.2 Økonomiske omgivelser.....	21
3.1.1.3 Sosioøkonomiske omgivelser	22
3.1.1.4 Teknologiske omgivelser	23
3.1.1.5 Miljømessige omgivelser.....	23
3.1.1.7 Oppsummering.....	24
3.1.2 Porters fem konkurransekrefter	24
3.1.2.1 Kundenes forhandlingsmakt	25
3.1.2.2 Leverandørenes forhandlingsmakt	27
3.1.2.3 Trussel for nyetableringer	29
3.1.2.4 Trussel for substitutter	29
3.1.2.5 Generelt konkurransebilde (trussel fra konkurrenter)	30

3.1.2.6 Konklusjon	31
3.2 Interne analyser	32
3.2.1 VRIO	32
3.2.1.1 Fysiske ressurser	32
3.2.1.2 Organisatoriske ressurser	33
3.2.1.3 Menneskelige ressurser	34
3.2.1.2 Teknologiske ressurser	35
3.2.1.4 Konklusjon	35
3.3 Oppsummering SWOT:	36
4.0 Regnskapsanalyser	38
4.0.1 Avgrensning	38
4.1 Lønnsomhet	38
4.1.1 Totalkapitalrentabilitet	39
4.1.2 Egenkapitalrentabilitet	40
4.1.3 Resultatgrad	41
4.1.4 Oppsummering lønnsomhet	42
4.2 Likviditet	42
4.2.1 Likviditetsgrad 1	43
4.2.2 Likviditetsgrad 2	44
4.2.3 Oppsummering likviditet	44
4.3 Finansiering og Soliditet	45
4.3.2 Gjeldsgrad	45
4.3.3 Oppsummering Finansiering og Soliditet	46
4.4 Avsluttende kommentarer om regnskapsanalyse	47
5.0 Multippelanalyse	48
5.1 Sammenlignbare selskaper	48
5.2.1 Price/Earnings (P/E)	51
5.2.2 Price/Book (P/B)	52
5.2.3 Enterprise Value/EBITDA	54
5.2.4 Enterprise Value/Barrels of Oil Equivalents per day (EV/BOEPD)	55
5.3 Oppsummering	56
6.0 Fundamental analyse (DCF)	58
6.1 Prognose av fremtidige kontantstrømmer	58
6.1.1 Prognose av fremtidige inntekter	59
6.1.2 Prognose av fremtidige kostnader	60
6.1.3 Andre antakelser i utregning av den frie kontantstrømmen	61
6.2 Diskonteringsrente	63
6.2.1 Antakelser for WACC	63
6.3 Discounted Cash Flow analyse	65
6.4 Sensitivitetsanalyse	65
6.5 Konklusjon og drøfting	66

7.0 Konklusjon	68
Bibliografi	70

Tabell- og figurliste

Figur 1: Største aksjonærer i BWE	11
Figur 2: Verdikjeden til BWE	12
Figur 3: Netto produksjonskart målt i tusen oljeekvivalenter per dag, BW Energy ...	17
Figur 4: Verdiskapning i næringslivet oppgitt i mill. nok	18
Figur 5: Porters fem konkurransekrefter	25
Tabell 1: Sammendrag av Porters fem konkurransekrefter	32
Tabell 2: BW Energy sine interne ressurser vurdert etter VRIO	36
Figur: 6: SWOT-matrise	37
Tabell 3: Lønnsomhet.....	39
Tabell 4: Totalkapitalrentabilitet for BW Energy sine sammenlignbare selskap.....	40
Tabell 5: Egenkapitalrentabilitet for BW Energy sine sammenlignbare selskap	41
Tabell 6: Resultatgrad for BW Energy sine sammenlignbare selskap.....	42
Tabell 7: BW Energy sin historiske likviditetsgrad.....	43
Tabell 8: Historisk kortsiktig gjeld.....	43
Tabell 9: Likviditetsgrad 2.....	44
Tabell 12: Historisk gjeldsgrad	45
Tabell 13: Gjeldsgrad for BW Energy sine sammenlignbare selskap.....	46
Tabell 14: P/E multippel	51
Tabell 15: P/B multippel	53
Tabell 16: EV/EBITDA multippel	54
Tabell 17: EV/BOEpd multippel	55
Figur 7: Oppsummering multipler.....	56
Tabell 18: Kursmål multipler.....	57
Tabell 19: Utdrag fra FCF, produksjonstall frem til 2035 finnes i ZIP-filen vedlagt oppgaven	60
Tabell 20: Driftskostnader per fat produsert av BW Energy.....	60
Tabell 21: Årlige avskrivninger i sammenheng med PP&E.....	62
Tabell 22: Historisk og gjennomsnittlig skattesats for BW Energy.....	62
Tabell 23: Gjennomsnittlig Asset-beta fra peers	64
Tabell 24: Utregning av BW Energy sin WACC	64
Tabell 25: Siste beregninger og kursmål fra DCF	65
Tabell 26: Sensitivitetsanalyse WACC	66
Tabell 27: Sensitivitetsanalyse Valuta	67
Tabell 28: Endelig vektet kursmål	69

1.0 Innledning

1.1 Motivasjon for oppgaven

Semesteroppgaven er skrevet i forbindelse med bachelorgraden vår i Økonomi og Administrasjon ved NTNU Handelshøyskolen. Vi valgte å gjøre en verdsettelsesoppgave for å anvende kunnskapene vi har tilegnet oss gjennom verv og spesialiseringen i finansiell styring i praksis. Videre ønsket vi å verdsette BW Energy da deres åpenhet rundt fremtidig produksjon gjorde det mulig å ganske nøyaktig forutse kontantstrømmer langt frem i tid. Selskapet er i tillegg unikt i den forstand at de ikke har gjeld, og gjør oppkjøp gradvis for å unngå store CapEx, som gjorde utførelsen av fundamental analyse spesielt interessant. BW Energy er også blant få norske selskaper som holder seg helbrune heller enn å satse på det grønne skiftet, som åpner for diskusjon rundt bransjens fremtid og skiller dem fra flere andre norske E&P-selskaper.

1.2 Oppgavens oppbygning

Oppgaven er bygget opp i en naturlig rekkefølge. Vi starter med å analysere BW Energy sin forretningsmodell for å bestemme hvilken bransje de hører til, som gir utgangspunkt for strategiske analyser av forretningsmodell, interne ressurser og omgivelser. De eksterne analysene gir videre utgangspunkt for å finne sammenlignbare selskaper til BW Energy som vi bruker til å gjøre en relativ verdsettelse ved bruk av multipler. Valget av sammenlignbare selskaper gir også utgangspunkt til å finne en Asset-beta som er en del av diskonteringsrenten i den siste analysen, Discounted Cash-Flow. Den fundamentale analysen kommer derfor til slutt, før vi så stiller oss kritiske til arbeidet med de ulike analysene og setter en endelig markedsverdi.

1.3 Problemstilling

Ved valg av problemstilling siktet vi på å dekke et felles formål med alle analysene, nemlig å komme frem til en markedsverdi for BW Energy. Problemstillingen er avgrensende, og vi hadde med det mulighet til å redegjøre for alle forhold vi mener er essensielle for å bestemme markedsverdien av selskapet. Den er med det også fruktbar, da fremgangsmåten er klar for å kunne svare på problemstillingen. Til slutt

er den spennende, da det ikke er åpenbart på forhånd hvilken verdi som er riktig, og man lurer gjerne på om dagens børsverdi er rettfærdig.

1.4 Metode og empiri

For å svare på problemstillingen tar vi i bruk omfattende sekundærdata, hovedsakelig fra BW Energy sine egne rapporter, oversatt til norsk fra engelsk etter beste evne. Videre inkluderer vi eksterne kilder for å stille oss kritisk til informasjonen selskapet selv går ut med. Den komparative delen av analysene tar utgangspunkt i årsrapportene til BW Energy sine sammenlignbare selskaper, også oversatt til norsk fra engelsk. Oppgaven er altså eksklusivt basert på offentlig tilgjengelig informasjon.

2.0 Selskaps- og bransjebeskrivelse

For å bestemme markedsverdien til BW Energy er det hensiktsmessig å inneha en forståelse for selskapets forretningsmodell og konkurransesituasjon. Oppgavens innledende kapittel dedikeres derfor til å gi et overblikk over BW Energy, deres produkt og markedet de betjener. Overblikket gir oss grunnlag for å bestemme hvilken bransje BW Energy hører til, og vi vil med det avslutningsvis utføre en gjennomgang og beskrivelse av bransjen.

2.1 BW Energy sin historie

BW Energy er et norskregistrert filialselskap underlagt BW-gruppen. Konsernet BW-gruppen har signifikante eierandeler i 12 selskaper som driver med shipping, flytende infrastruktur, olje og gass-produksjon samt vindkraft og solenergi¹.

BW Energy var opprinnelig en E&P (exploration and production) avdeling i selskapet BW Offshore. Avdelingen ble opprettet i 2016, og hadde som mål å identifisere allerede utviklede olje og gass reservoarer, og skape verdi gjennom å unngå signifikante lete- og oppstartskostnader i deres produksjon. I 2019 ble BW Energy 'spun-off' som et selvstendig selskap, og fikk med seg E&P eiendelene de opprinnelig hadde i BW Offshore, i tillegg til tilsvarende eiendeler fra de øvrige selskapene i BW konsernet. Dette inkluderte også eierandelene BW Offshore hadde i feltene Dussafu (Gabon) og Kudu (Namibia). Selskapet skulle representere BW-gruppens satsning innenfor E&P segmentet. Samme år som selskapet ble selvstendig, investerte de også i eierandeler i oljefeltet Maromba (Brazil). Siden den gang har det ikke blitt gjort flere kjøp, og porteføljen deres består dermed av tre individuelle felt².

2.2 Om aksjen

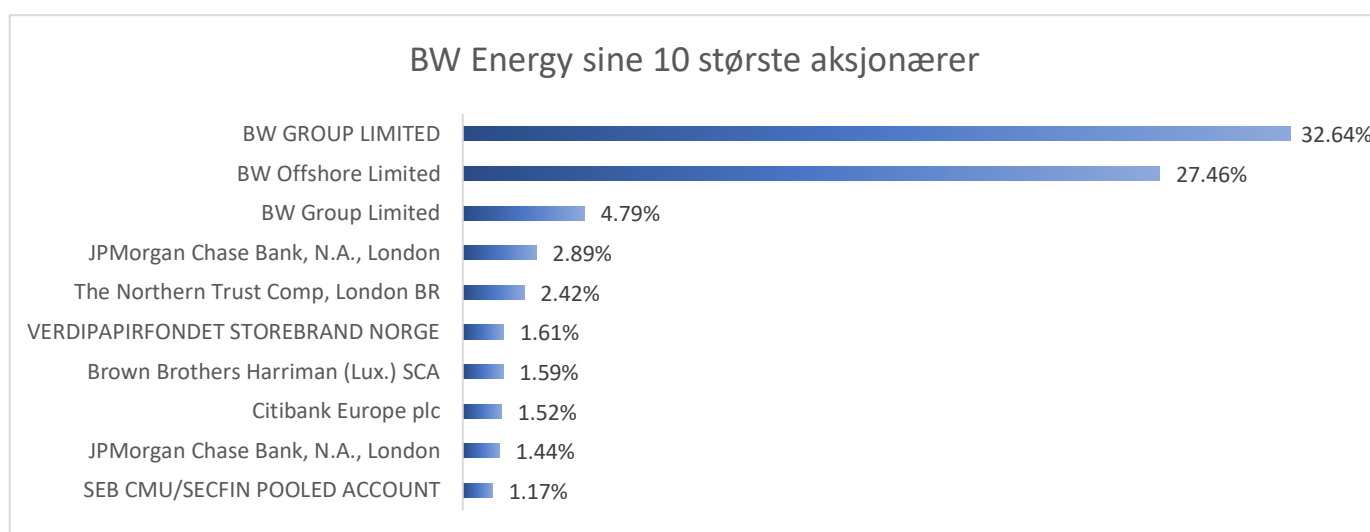
BW Energy ble notert på Oslo Børs (OSE) i 2020, og fikk gjennom IPO-en hentet inn kapital tilsvarende \$121 millioner. Grunnet selskapets hittil korte levetid som offentlig notert aksjeselskap er mengden offentlig tilgjengelige historiske regnskapstall begrenset. Tilgjengelig informasjon starter i 2019, som vil gjøre enkelte

¹ (BW Energy, 2022)

² (BW Energy, 2022)

regnskapsanalyser mindre nøyaktige. Likevel ser vi fremtiden som mer signifikant enn fortiden i en verdsettelse, så dette vurderes ikke som problematisk for omfanget av analysen vår.

BW Energy sine største eiere er BW GROUP LIMITED og BW Offshore Limited, som eier andeler på henholdsvis 32,64% og 27,46%. I tillegg eier datterselskapet BW Group Limited 4,79%, hvilket tilsvarer en total eierandel fra BW-knyttede selskaper på rundt 64,89%. De resterende andelene blant de største aksjonærene er eid av diverse typer kapitalforvaltningsselskaper, som illustrert nedenfor.



Figur 1: Største aksjonærer i BWE

BW Energy har kun en aksjeklasse, og dermed ingen aksjer som gir spesielle rettigheter. Hver aksje gir med det én stemmerett på generalforsamling. Dette vil si at BW-gruppen er nødt til å få støtte av eksterne eiere for å få til vedtektsendringer ettersom deres eierandeler ikke overstiger 2/3, jf. Allmennaksjeloven §5-18(1). Ettersom gruppen eier over 50% har de likevel alminnelig flertall jf. Allmennaksjeloven §5-17 (1), og har derfor stor innflytelse over selskapets drift og fremtidige retning.

BW Energy beskriver seg selv som et vekstselskap innenfor E&P segmentet. Foreløpig utbetaler de derfor ikke dividende, men fører alt av overskudd tilbake til selskapet. Utbyttepolitikken deres er å sørge for at selskapet klarer å stå på egne

ben, før de starter utbetaling til aksjonærer. Selv rapporterer de at dette trolig vil skje når Maromba-produksjonen er kommet i gang og blitt lønnsom, som ventes innen 2025³. Da regner de med å kunne utbetale opptil 50% av netto profitt.

2.3 Verdikjede

Verdikjeden til BW Energy er fremstilt i figuren nedenfor. Totalt betjener de fire segment, men det er utelukkende produseringsdelen som selskapet tjener penger på. Sånn sett er selskapet lite diversifisert, og er avhengige av produseringsleddet for å tjene penger. Produseringsevnen er derfor selskapets viktigste inntektsdriver og foreløpig er denne satt til brutto 12 000, og netto 8 318, fat oljeekvivalenter per dag.

Our process



Figur 2: Verdikjeden til BWE⁴

Den totale verdikjeden innad i petroleumsnæringen deles inn i tre hovedkomponenter. Dette er (1) *upstream*, (2) *midstream* og (3) *downstream*⁵. Upstream er den delen av verdikjeden som dreier seg om utvinnings- og produksjonssiden av industrien. Midstream segmentet fokuserer på prosessering av råmateriale, lagring og frakt, mens downstream innbefatter oljeraffinering, distribusjon, forsyning, markedsføring samt salg av sluttprodukt. Av verdikjeden til BW Energy kan man konkludere med at de utelukkende baserer sin virksomhet innenfor upstream-næringen. Dermed kan man konkludere med at selskapet ikke er et fullstendig integrert oljeselskap, og er gjerne mer avhengig av leverandører enn selskaper med en mer diversifisert verdikjede innenfor næringen.

³ (BW Energy, 2022)

⁴ (BW Energy, 2022)

⁵ (Kramer, 2022)

2.4 Visjon, mål og strategi

Som de fleste børsnoterte selskaper presenterer BW Energy en ambisiøs visjon, mål og strategi i årsrapportene. Hvilken retning ledelsen ønsker å føre selskapet i fremtiden er interessant for framtidsutsikter. Dette delkapittelet dedikeres derfor til en gjennomgang av BW Energy sine visjoner, mål og strategi. Gjennomgangen gir et grunnlag for å senere i oppgaven diskutere hvorvidt de har satt seg realistiske mål.

2.4.1 Visjon

BW Energy beskriver sin visjon som «Delivering energy for the world today and finding solutions for tomorrow»⁶. Dette ønsker de å gjøre ved å benytte eksisterende infrastruktur for å minimere utviklingskostnader, øke prosjektleveransen og minske eget karbonutslipp. Selskapet hevder at ved å øke energitilførselen fra olje kan man utfase kull fra energimarkedet, og muligens bane vei for mer bærekraftige løsninger.

2.4.2 Mål

BW Energy ønsker å utvikle feltene de allerede eier, slik at de når en produksjon av 50 000 Boe/pd i 2025. Resultatene av å nå målet vil være at (1) aksjonærene får god avkastning, og (2) BW Energy får økt betalingsevne til å kunne gjøre ytterligere investeringer og utvide feltporteføljen sin.

2.4.3 Strategi

BW Energy bruker en «infrastrukturledet utviklingsstrategi»⁷. Mer konkret går dette ut på å kjøpe opp allerede eksisterende utviklede oljefunn, for så å utvikle disse ved hjelp av egen infrastruktur. Utviklingsstrategien belager seg på å dele inn feltene i 3 progressive faser, der fase 1 går ut på å oppnå 'First oil' (oljeproduksjon), fase 2 indikerer at man ønsker å utbygge flere brønner, og fase 3 å videreutvikle brønner og maksimere produksjon. Selskapet mener at utviklingsstrategien bidrar til lavere utforskningskostnader og risiko.

BW Energy har i tillegg ingen rentebærende gjeld. Dette er også en del av deres strategi, ettersom det gjør at selskapet får mer manøvreringsrom og ikke trenger å

⁶ (BW Energy, 2022)

⁷ (BW Energy, 2022)

tenke på å oppfylle lovnader til kreditorer. En av hovedårsakene til at BW Energy klarer seg uten gjeld finner man ved å se til selskapets historie. Finansieringen fra BW gruppen og feltene de fikk ved oppstart var nok til at selskapet foreløpig klarer å stå på egne ben.

Videre ønsker BW Energy organisk vekst ved å kun bruke penger fra egen drift til å gjøre ytterligere investeringer. Dette har sammenheng med strategien knyttet til selskapets kapitalstruktur, samt dividendepolitikken som gjør at selskapet foreløpig får likviditeten de trenger for å investere i flere felt. Selskapet mener at dette er den beste måten å vokse på, fordi de minimerer investeringsrisiko. Det er likevel ikke gitt at dette vil være bærekraftig på sikt ettersom investeringer i uutviklede felt er kapitalkrevende. I tillegg vil deres begynnende utbetalinger av dividende i fremtiden føre til en mindre effektiv tilførsel av likvider tilbake til selskapet, gitt at inntjeningen ikke økes markant (som de forøvrig forventer at den vil).

2.5 Markedsintroduksjon

BW Energy driver altså med utvikling av oljefelt samt råvareproduksjon, og opererer innenfor E&P-bransjen. Videre er det interessant å undersøke dette markedet og dets drivere. I denne delen vil vi gi en innføring i de viktigste inntektsdriverne innad i E&P-segmentet for så å diskutere BW Energy sin verdiskapning i lys av dette.

2.5.1 E&P markedet

Tidligere i oppgaven har vi oppgitt at E&P-segmentet i hovedsak operer *upstream* innad i oljenæringen. Man kan derfor argumentere for at den viktigste inntektsdriveren for et selskap i denne sektoren er nettopp oljeproduksjonen. Nåværende produksjon er viktig, men også selskapets oljereserver blir styrende for selskapets iboende verdi. Det er derfor sentralt at selskapene har effektiv produksjon fra felter i produksjonsfasen, men også at de har reserver til å sikre fremtidige inntekter. Framtidsutsikter tildeles altså stor viktighet i E&P-bransjen.

2.5.2 Petroleum

Samlebegrepet petroleum brukes som en betegnelse for råolje, - og naturgass⁸. Alle former av petroleum kan forekomme i et oljereservat og det skilles mellom tre hovedtyper: råolje, gass og kondensat. Råoljen er selve råmaterialet til oljen, og brukes for å beskrive olje før den er raffinert. Måleenheten for olje er fat (barrel), hvorav et fat tilsvarer 159 liter⁹. For BW Energys anliggende er det råolje som er den mest sentrale råvaren. Det er ikke alltid naturgass i reservater, men det kan likevel forekomme som et biprodukt i oljeproduksjonen. Gassen blir regnet om til fat oljeekvivalenter, der ett fat tilsvarer ca. 6000 kubikkfot gass. I tillegg kan det forekomme kondensat. Dette kommer av at trykket i reservoaret synker, hvilket etterlater kondensatet i flytende form. Kondensatet er en meget lett form for olje, men blir også regnet om til fat oljeekvivalenter. Derav står vi igjen med måleenheten Barrels of oil equivalents (BOE), som innbefatter alle typer petroleum omregnet til oljeekvivalenter i fat. Måleenheten brukes til å regne på produksjonsvolum senere i oppgaven.

2.5.3 Oljereserver

Oljereserver betegnes av hvor mye olje et selskap regner med å produsere fra ett felt. Når man rapporterer om *funn* av olje, blir dette oppgitt i en form for sensitivitetsanalyse der det skilles mellom 1C, 2C og 3C¹⁰. C står for Contingent (betingede) resources. Med andre ord er ressursene betinget av at man begynner utbygging. Før man kan gå i gang med fase 1, er man derfor nødt til å analysere hvorvidt en potensiell utbygging er lønnsom eller ikke. Hvis ja, kan man gå i gang med produksjon. Da blir tallene 1P (Proven), 2P (Proven and Probable) og 3P (Proven, Probable and Possible) viktigere. Dette er estimater på oljeproduksjon gitt betingelsen at feltet er besluttet, utbygd og i produksjon. Det viktigste tallet å forholde seg til er 2P, da dette tilsvarer forventningsverdien av produksjonsmengden. Med andre ord er det 50% sannsynlig at man produserer mindre, og 50% sannsynlig at man produserer mer enn hva denne verdien tilsier basert på selskapets operative brønner. Derfor er det også 2P verdien et selskap oppgir som sin estimerte fremtidige produksjon fra feltene de besitter.

⁸ (Gundersen, Lundberg, & Norsk Oljemuseum, 2021)

⁹ (Norsk Petroleum, 2022)

¹⁰ (BW Energy, 2022)

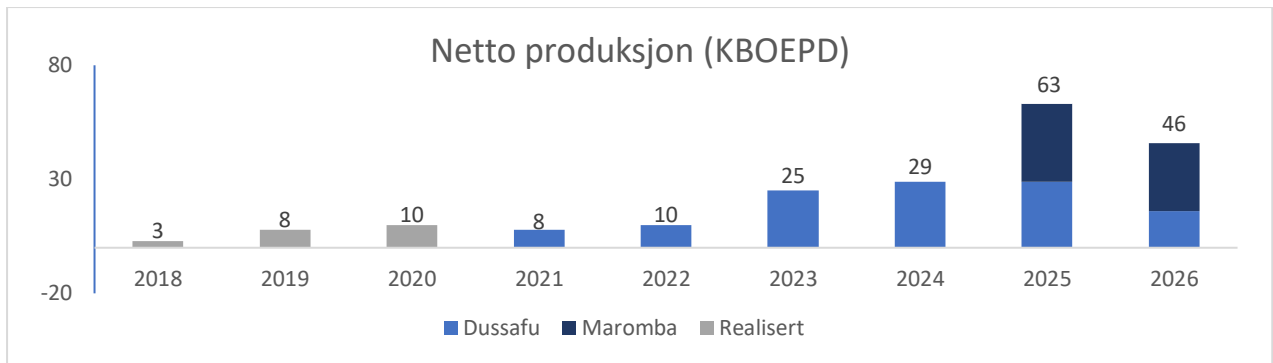
2.5.4 Oljepris

Oljeprisen (spottpris på brent olje) er også en vesentlig faktor for et E&P selskaps inntjening. Denne påvirker inntjeningen direkte, ettersom den bestemmer markedsverdien på hvor mye et oljeselskap kan selge oljeekvivalentene sine for. Under spesielle omstendigheter kan selskaper velge å sikre seg mot volatile svingninger i oljepris, ved å handle «futures» på oljepris. Derivatet sikrer inntjeningen i en gitt periode ved at det lar selskapet selge et gitt kvantum til en bestemt pris på en fastsatt fremtidig dato. Verdipapiret er dog ikke brukt mye i praksis på selgersiden, men handles i perioder der volatiliteten er høy.

2.5.5 BW Energy

Selskapet har en produksjon på foreløpige 8 318 fat oljeekvivalenter per dag. For å nå eget mål på 50 000 BOEpd innen 2025 er de nødt til å heve produksjonen sin med 6x på mindre enn 3 år. Hvorvidt dette er realistisk finner man svar på ved å studere de individuelle feltene, og hvilke faser de befinner seg i. Dussafu Marin Permit er det feltet som er kommet lengst. Foreløpig befinner feltet seg i fase 2, og med seks operative brønner står det for hele BW Energy sin oljeproduksjon. Det er forventet at selskapet begynner fase 3 i slutten av 2022, som etter BW Energy sine estimater vil øke antall oljeekvivalenter til 30 000 brutto produsert per dag. 2P verdien av Dussafu er på totalt netto 73,1 millioner fat oljeekvivalenter¹¹. Hverken Maromba eller Kudu har nådd First Oil (fase 1), men det er forventet at Maromba vil begynne produksjon av olje i 2025. Ettersom man ikke har begynt utbygging, opererer feltet foreløpig med C-verdier. 2C (forventningsverdien) er satt til netto 93,1 millioner fat oljeekvivalenter. Hvorvidt de klarer å modne dette til P klassen gjenstår å se. Selskapet mener at produksjonen i 2025 vil sørge for en samlet produksjon fra alle felt på netto 63 000 fat oljeekvivalenter per dag. Til tross for at BW Energy sitter på flere eierandeler i Kudu, har myndighetene foreløpig ikke godkjent utbyggingsplanene, og selskapet har derfor ikke offentliggjort 2C verdier for dette feltet.

¹¹ (BW Energy, 2022)



Figur 3: Netto produksjonskart målt i tusen oljeekvivalenter per dag, BW Energy¹²

Et av beslutningskriteriene til alle BW Energy sine prosjekter, er at de må oppfylle kriteriet om en IRR på 15% gitt en oljepris på \$50. Dette er i verdikjeden formulert under segmentet «identifisering». Av årsrapporten deres fra 2021, kan man lese at de likevel ikke sikrer seg mot svingninger i oljepris ved å handle derivater.

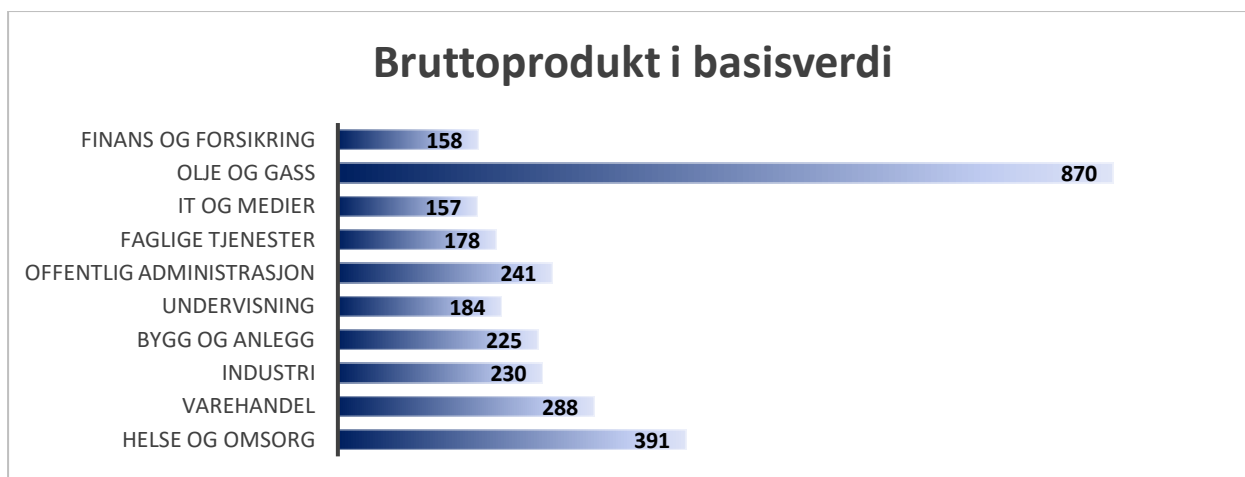
2.6 Bransjeanalyse

Til tross for at BW Energy kun betjener upstream-segmentet i oljenæringen, kan man si at selskapet er en del av energisektoren som helhet. Dette kan underbygges av at de ikke utelukkende har konkurrenter i E&P segmentet, men møter indirekte konkurranse fra voksende næringer som tilbyr oljesubstitutter. I dette delkapittelet vil vi gi et overblikk over først og fremst oljenæringen, da vi anser denne som mest relevant for verdsettelsen.

2.6.1 Energiindustrien

Energiindustrien er Norges største næring. Dette kommer av Norges kystlinje som innehar store mengder olje og gass, hvilket har gitt liv til en sterk offshore-industri. Naturressursene er mange, og Norge har vært effektive til å dra nytte av dette. Figur 4 viser at Olje og Gass er den industrien som bidrar til mest verdiskapning i landet. Helse og omsorg som ligger på en andreplass, bidrar med mindre enn halvparten så mye til Norges BNP.

¹² (BW Energy, 2022)



Figur 4: Verdiskapning i næringslivet oppgitt i mill. nok¹³

Infrastrukturen oljeselskaper i Norge har bygget seg opp, gjør dem svært konkurransedyktige i det internasjonale olje- og gassmarkedet. Flere norske selskaper ekspanderer derfor til andre jurisdiksjoner på jakt etter flere inntektsgivende felter. Equinor er et eksempel på et slikt selskap, og operer både i Nord- og Sør-Amerika, Asia, Afrika og Europa¹⁴. En av årsakene til ekspansjonen, er at tilgangen på norske felter er svært begrenset. Olje og gass er en naturressurs, derav eksisterer det kun et gitt kvantum. I tillegg skaper økt politisk press et mindre ettertraktet marked for leting etter petroleum på norsk sokkel. Dette har bidratt til at rettighetshavere med andeler i utvinningstillatelser har blitt redusert siden 2013. Den gang var det 56 individuelle rettighetshavere og i 2016 var det 46¹⁵. Ved årsskiftet 2021/2022 var det kun 13 selskaper med utvinningstillatelser på norsk sokkel¹⁶. Fellesnevneren for disse selskapene er at de er store aktører. De tre med flest utvinningslisenser er Equinor (202), Aker BP (81) og Vår Energi (42). Mindre utbyggingsmuligheter og mindre tro på det norske offshore oljemarkedet gjør konkurransemarkedet vesentlig stridere for små/mellomstore oljeselskap. Dette kan være blant grunnene til at BW Energy utelukkende satser på prosjekter i utlandet.

Olje og gass-industrien er som nevnt tidligere kraftig påvirket av oljeprisen. Mens oljeeksporten etter mengde økte med 9,6% i mars 2022, sammenlignet med året før,

¹³ Data hentet fra Statistisk Sentralbyrå (Statistisk sentralbyrå, 2022)

¹⁴ (Equinor, 2022)

¹⁵ (Oljedirektoratet, 2022)

¹⁶ (Norsk petroleum, 2022)

økte oljeeksporten etter verdi med 98% i samme tidsperiode¹⁷. Til tross for at man kan forvente mindre utbygging, viser dette at den nåværende oljeproduksjonen på norsk sokkel kan vise seg å være svært innbringende også i tiden som kommer, gitt at oljeprisen holder seg på relativt stabile nivåer.

¹⁷ (Statistisk sentralbyrå, 2022)

3.0 Strategisk analyse

Etter å ha etablert BW Energy sine verdiskapningspunkter og bransje blir strategisk analyse et naturlig startpunkt for den videre selskapsanalysen. Gjennom å utføre interne og eksterne analyser kan man se selskapet i sammenheng med omgivelsene de opererer i på en systematisk måte. Avslutningsvis vil vi sortere funnene i en SWOT-matrise, som en konkludering av de strategiske analysene.

3.1 Eksterne analyser

Vi starter med å utføre en ekstern analyse for å først få et bilde på omgivelsene rundt BW Energy. Det vil gjøre de interne analysene mer rettet mot markedets faktiske verdsettelse av selskapets ressurser. I den eksterne analysen skal vi anvende PESTEL og Porters fem konkurransekrefter som analyseverktøy.

3.1.1 PESTEL

PESTEL (political, economic, social, technological, ecological and legal) er et nyttig strategisk analyseverktøy for å skape oversikt over de makroøkonomiske omgivelsene rundt BW Energy. Målet med denne analysen er å undersøke om det finnes muligheter eller trusler i de makroøkonomiske omgivelsene som kan påvirke selskapets risiko og fundamentale verdi. Videre gir analysen et godt utgangspunkt for å vurdere markedets attraktivitet som er sentralt for senere analyser av konkurransekrefter. Utsiktene til markedet er selvfølgelig også substansielle for verdien til BW Energy som opererer i markedet.

3.1.1.1 Politiske omgivelser

De politiske omgivelsene rundt BW Energy tilbyr et betydningsfullt risikomoment. Selskapet opererer hovedsakelig i Gabon, og har fremtidige prosjekter knyttet til Brazil og Namibia. Dette åpner for politisk motpartsrisiko. I desember 2018 så man et eksempel på dette, hvor BW Energy møtte motstand fra ANP (National Agency of Petroleum) i Brazil¹⁸. De valgte å skrinlegge BW Energy sine utviklingsplaner. Til tross for at BW Energy har fått godkjenning til å være operasjonsleder ved feltet i

¹⁸ (BW Energy, 2020)

ettertid, illustrerer dette den politiske risikoen knyttet til E&P-segmentet med en sterk statlig regulering.

Globalt opplever bransjen også et press om å få ned klimagassutslippet. Mye av presset har utspring i FNs klimakonvensjon, som sikter på å stoppe menneskeskapt klimaendring innen 2030 ved å halvere utslippene sammenlignet med 2010 nivået¹⁹. Videre har de fastsatt et mål om nullutslipp innen 2050. Dette har gitt opphav til en global fremmarsj av grønn politikk, med mål om å redusere dagens utslipp. Blant annet stilles det spørsmål til hvorvidt man ønsker å utbygge flere nye oljefelt eller ikke. Dersom konsekvensen blir at man bygger ut færre felt enn tidligere vil dette kunne begrense BW Energy, samt andre E&P-selskaper, sine fremtidige muligheter for ekspansjoner og inntjening.

Russlands invasjon av Ukraina har også hatt stor påvirkning på operasjonelle oljeselskaper. Som en reaksjon på innovasjonen, har Russland måttet belage seg på flere sanksjoner. Blant annet har USA innført et importforbud mot russisk olje og gass²⁰, hvilket har ført til en pågående diskusjon rundt hvorvidt EU skal følge etter. Dette er kritisk for verdensøkonomien, ettersom Russland er den største eksportøren av petroleum i verden²¹. Som et resultat av fallende tilbud, har oljeprisen steget kraftig i perioden etter invasjonen. Isolert sett for den vestlige oljebransjen er dette positivt, ettersom de får selge egne produkter til en høyere pris. Det kan også tale i favør av en videreføring av oljeproduksjonen for å dekke det enorme energibehovet.

3.1.1.2 Økonomiske omgivelser

Blant økonomiske faktorer er det vesentlig at E&P-selskaper får inntekten sin i USD. Til tross for at prosjektene kan finansieres med en annen valuta, foregår nesten all handel av petroleum i amerikanske dollar²². BW Energy og resten av E&P-bransjen eksponeres derfor mot valutarisiko, som bekreftes av at de rapporter tap/inntekt fra valuta hvert år²³.

¹⁹ (Forente Nasjoner, 2022)

²⁰ (The White House, 2022)

²¹ (IEA, 2022)

²² (Chen, 2022)

²³ (BW Energy, 2022)

En annen vesentlig økonomisk faktor er at det flere rentehevinger i årene som kommer. Dette har bakgrunn i inflasjonen som eksempelvis steg med hele 6,4% i USA i februar sammenlignet med året før²⁴. I seg selv regnes rentehevingene som negativt for vekstselskaper generelt, grunnet økte kostnader knyttet til finansiering. Man kan likevel argumentere for at dette ikke vil ha samme effekt på BW Energy som hos andre. Dette har hjemmel i den unike kapitalstrukturen til selskapet, som belager seg på null rentebærende gjeld – både nå og i fremtiden. Dersom de opprettholder strukturen kan økte renter gi selskapet et fortrinn, ettersom konkurrenter med høy gjeldsgrad vil få økte finanskostnader.

3.1.1.3 Sosioøkonomiske omgivelser

Blant de sosioøkonomiske faktorene har BW Energy vært spesielt utsatt for fallende etterspørsel med bakgrunn i koronapandemien. Spesielt ble håndteringen av viruset i 2020 årsaken til et globalt fall i etterspørselen etter petroleum²⁵. Til tross for at det kan virke som at de verste virkningene av pandemien er over, ser vi fremdeles tendenser til en oppblussing av viruset. Som en konsekvens av dette har oljeprisen og prisen på oljefutures blitt lavere den siste tiden²⁶.

Videre bidrar samfunnssituasjonen og dens ringvirkninger til mye usikkerhet i finansmarkedene. Dette kan illustreres av VIX indeksen, som i perioden 01/03-2022-01/04-2022 hadde et gjennomsnitt på 26,97²⁷. Per 27. April er indeksen på 30,47. VIX indeksen er et mål som i hovedsak regner volatilitet i aksjeindeksen S&P 500, og brukes som et globalt mål på frykt i finansmarkedet (ofte referert til som fear index). Etter tommelfingerregel vil verdier mellom 13-19 tilsi at finansmarkedet er tilnærmet normalt²⁸. Verdier over 20 innebærer at markedene er mer volatile enn vanlig. Ettersom VIX indeksen er preget av høye nivåer, har man derfor grunnlag til å konkludere med at dagens finansmarked er preget av frykt.

²⁴ (Bureau of Economic Analysis, 2022)

²⁵ (U.S. Energy Information Department, 2022)

²⁶ (S&P Global, 2022)

²⁷ (Yahoo Finance, 2022)

²⁸ (Baker, 2021)

3.1.1.4 Teknologiske omgivelser

De teknologiske omgivelsene er også utslagsgivende. I et samfunn som tilsetter seg et grønt skifte og null-utslipp innen 2050 er innovasjon essensielt for videreføringen av petroleumsnæringen. Selskapene som fortsetter å produsere olje bruker enten inntektene til å finansiere en overgang til grønn energi eller forsøker i all fall å klimanøytralisere produksjonen sin da dette er sterkt verdsatt av omgivelsene. Karbonfangst er et eksempel på ny teknologi som kan bidra til null-utslipp samtidig som oljenæringen lever videre. Videre ser man omfattende forskning på blant annet karbonfri brensel i gassturbiner, effektiv reservoardrenering-og opprydding samt teknologi som kan redusere utslipp ellers i produksjonen²⁹.

I omgivelser som stiller stadig større krav til bærekraft er teknologi derfor sentralt. Selskaper som ikke sikter på klimanøytrale tiltak, vil risikere sanksjoner og fordømmelse. Selv om den globale oljeproduksjonen tilsynelatende har en sluttdato er det enorme inntekter som skal realiseres innen den tid og grønn teknologisk utvikling vil være viktig for selskapene som ønsker å være med på denne 'siste reisen'.

3.1.1.5 Miljømessige omgivelser

Forventninger knyttet til de miljømessige omgivelsene er naturligvis også interessant å analysere for E&P-bransjen. Det har aldri vært mer snakk om klima og forurensing, og EU jobber med å fase ut oljeproduksjonen helt. Dette har sammenheng med klimamålene som nevnt tidligere.

Et videre poeng er at omgivelsene fordømmer grønnvaskingen som blir stadig mer utbredt. Equinor er et godt eksempel, ettersom de høstet mye kritikk etter navnebytte i 2018³⁰. For mange ble selskapets overgang fra oljeselskap til energiselskap et forsøk på grønnvasking, ettersom mesteparten av inntektene fremdeles stammet fra oljenæringen. For selskaper som velger å fortsette oljeproduksjon er det tilsynelatende verdsatt med åpenhet, samt fokus på å gjøre produksjonen så klimanøytral som mulig.

²⁹ (SINTEF, 2022)

³⁰ (Brand Studio, 2022)

3.1.1.6 Legale omgivelser

De legale omgivelsene i E&P-bransjen blir hovedsakelig preget av to ting. Utfasingsplanen for fossilt og med det et økende klimafokus. I norsk lov er det allerede inkorporert CO₂ avgift, som pålegger klimafiendtlige selskaper å betale avgift basert på utslippene sine, jf. Lov om avgift på utslipp av CO₂. I tillegg eksisterer det muligheter for at petroleumsnæringen i fremtiden vil bli utsatt for strengere restriksjoner.

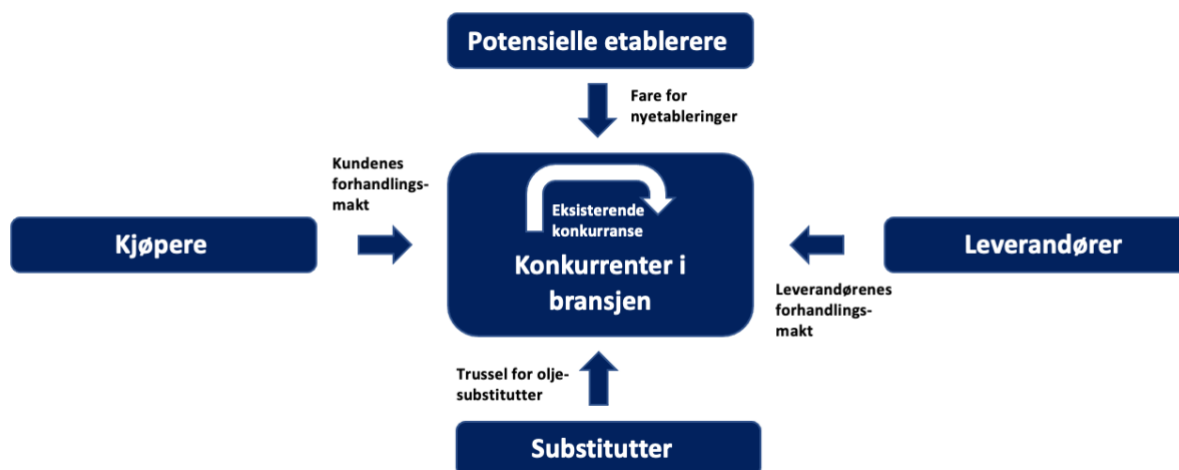
Norge har også etablert klimaloven, der formålet er å minske klimagassutslippene med 50-55% innen 2030 sammenlignet med 1990 (referanseår). I tillegg skal utslippene ned med 90-95% i 2050 sammenlignet med referanseåret. Dette tilsier at Norge skal bli et lavutslippssamfunn innen den tid. Loven kan nesten sidestilles med FNs klimakonvensjon, og viser Norges dedikasjon til å nå klimamålene.

3.1.1.7 Oppsummering

De makroøkonomiske omgivelsene har en betydelig innvirkning på E&P-bransjen. Fordi sektoren er så eksponert mot geopolitiske hendelser har omgivelsene gode muligheter til å stille krav til selskapene. Et samfunn på vei inn i det grønne skiftet skaper også vesentlige usikkerhetsmomenter og risiko som er en verdifull innsikt å ta med videre i analysene våre. Forventninger knyttet til et klimanøytralt 2050 setter også krav til både teknologisk innovasjon og omstilling. Dette gjør, som senere diskutert, at vi velger en kortere tidshorisont for verdsettelsen vår for å unngå antakelser knyttet til store risikomomenter.

3.1.2 Porters fem konkurransekrefter

For å få et enda bedre bilde av BW Energys nære omgivelser har vi valgt å se på Porters konkurransekrefter. Formålet med analysen er å identifisere maktbaser og andre potensielle trusler i omgivelsene som kan ha en innvirkning på selskapets fremtidige operasjoner og verdi.



Figur 5: Porters fem konkurransekrefter³¹

Porter hevder at det eksisterer fire elementer som påvirker konkurransen innad i et marked, nemlig kundenes forhandlingsmakt, leverandørens forhandlingsmakt, trusselen for nyetableringer og trusselen for substitutter. Ved å analysere elementene hver for seg får man et overblikk over den femte konkurransekraften: dagens konkurransebilde. I denne analysen vil vi først vurdere hvert av de fire elementene ut fra hvor stor trussel de utgir for E&P-bransjen. De ulike konkurransekraftene vurderes etter skalaen *lav – moderat - høy*.

Trusselen fra konkurransekraftene vil gi et overordnet inntrykk av det eksisterende konkurransebildet, som videre vil gi bakgrunn for å vurdere trusselen fra konkurrenter.

3.1.2.1 Kundenes forhandlingsmakt

Den ideelle situasjonen for et selskap er å minimere kundenes forhandlingsmakt gjennom å ha monopol på en høyt etterspurt vare. Resultatet blir da at selskapet kan sette høyere salgsmarginer, og bli mer inntjenende³². Rent praktisk er dette tilnærmet umulig å få til, ettersom konkurranselover forhindrer en aktør fra å bli eneleverandør. Til tross for at monopolisme er svært ønskelig fra et kapitalistisk selskapssyn, er det samtidig svært skadelig for samfunnet om maktbalansen mellom

³¹ (Porter, 2008)

³² (Erichsen, Solberg, & Stiklestad, 2019)

kunder og selskaper beveger seg for mye mot en retning. Derfor reguleres de fleste markeder med mål om opprettholdelsen av et sunt konkurransebilde. Det er altså ikke enkelt å forhindre at kunden får en viss grad av forhandlingsmakt. For selskapene sin del trenger ikke dette nødvendigvis å være negativt. Tvert imot stimulerer dette «kundedrevne» virksomheter – selskapene tvinges til utvikling og innovasjon knyttet til hva samfunnet ønsker og trenger. Ikke bare er dette fordelaktig for kunder og selskaper, men utviklingen dette skaper i næringslivets omgivelser bidrar til å drive samfunnet fremover.

Det er svært vanskelig for olje- og gass-selskaper å differensiere produktene sine i markedet. Dette henger sammen med at olje og gass er råvarer, og tilnærmet homogene. Det eneste forhandlingsmiddelet man har er dermed prissettingen av varene. I utgangspunktet blir prisen bestemt av det internasjonale markedet. Selv om hovedkreftene bak prissettingen således er tilbud og etterspørsel, blir disse påvirket av forskjellige markedskrefter. For eksempel spiller derivatet «futures» en sterk rolle. En «future» er som nevnt tidligere en form for kjøpsopsjon, som pålegger kunden å kjøpe et satt kvantum olje til en bestemt pris på et fastsatt tidspunkt frem i tid. Derivatet fører til spekulasjon, både fra de som faktisk trenger olje, men også fra spekulanter. I tillegg er markedet til dels styrt av OPEC, som kontrollerer omtrent 40% av verdens oljeproduksjon, og står for rundt 60% av oljen som handles internasjonalt³³. Organisasjonen bidrar til at produsentene i større grad kan kontrollere tilbudet, og styre prisen i retningen de selv ønsker. Disse faktorene bygger under en enorm volatilitet i oljeprisen, som hverken kunder eller leverandører som BW Energy har særlig innflytelse over.

Som nevnt er oljeprisen subjekt for spekulasjon, hvilket medfører at nyhetsbildet kan gi enorme utslag for spot-prisen. Et dagsaktuelt eksempel er invasjonen i Ukraina og den pågående handelskrigen mot Russland, der restriksjoner mot russisk næringsliv og usikkerhet knyttet til ringvirkningene dette gir bidrar til store svingninger i dagens oljepris. Dette henger også sammen med spekulasjon om hvorvidt Europa skal bannlyse import av Russisk olje og gass. Ettersom oljeprisen når slike høyder vi ser nå understreker dette viktigheten av petroleum for verdensøkonomien, og

³³ (U.S. Energy Information Administration, 2022)

demonstrerer dermed kundenes avhengighet, likeledes deres svært begrensede forhandlingsmakt.

Per nå har man derfor en situasjon der maktbalansen er i stor favør av oljeselskapene. Man kan likevel argumentere for at balansen er i ferd med å endre seg. Retningen man skal inn i fremover belager seg på mer bruk av fornybare energikilder, og en mer begrenset oljenæring. I tillegg er «brune» selskaper svartelistet hos mange fond og institusjonelle investorer, hvilket henger sammen med EU-kommisjonens handlingsplan for bærekraftig finansiering³⁴. Dette bidrar til at mer kapital blir flyttet vekk fra selskaper som BW-Energy, og inn i grønnere selskaper til tross for bedre marginer i petroleumsbransjen. Oljegiganter som Equinor, British Petroleum, Aker og BW-gruppen har derfor opprettet enten datterselskaper eller avdelinger som tar sikte på å finne fornybare løsninger for fremtiden.

Sånn sett kan man argumentere for at petroleumselskaper også er kundedrevne, i den forstand at de er nødt til å ta grep for å sikre seg en god posisjon i en grønnere fremtid. Dette antyder at oljeselskaper også er subjekt for en viss forhandlingsmakt fra kunder. På sikt kan en «grønnere» utvikling utjevne maktbalansen, i og med at vi får flere substitutter for olje og gass. Til tross for at kapital flyt over til «grønnere» aksjer på sikt kan utjevne maktbalansen, anser vi nå-situasjonen til å være at *kundene foreløpig har lav forhandlingsmakt.*

3.1.2.2 Leverandørenes forhandlingsmakt

I likhet med kundenes forhandlingsmakt, bør leverandørenes makt også begrenses i størst mulig grad fra det kapitalistiske selskapssynet. Desto færre selskaper som leverer produktet man er avhengige av for å opprettholde drift, desto større makt får disse leverandørene. Derfor er det ofte verdifullt å kunne benytte seg av flere ulike leverandører, ettersom det gjør at man kan få bedre betingelser og service. Dette følger samme argumenter som tidligere drøftet rundt monopol.

³⁴ (Regjeringen, 2019)

E&P segmentet er svært komplekst, og verdikjeden innebefatter et flertall trinn og faser. Alt fra å konstruere skip, til å sette opp oljerigger, frakte råmateriale og prosessere produktene, krever ulik kompetanse og ulike investeringer. Derfor er det svært sjeldent at et selskap kontrollerer alle deler av verdikjeden – det er som regel mer lønnsomt å benytte seg av leverandører med spisskompetanse og/eller infrastruktur. BW Energy er ikke et unntak, og er avhengige av leverandører som er kritiske for selskapets fremtidige drift. Selv om E&P segmentet er svært sentralt i verdikjeden, er de fremdeles avhengig av å kunne selge råmateriale videre. I tillegg er oljerigger gjerne kontrollert av flere selskaper, der alle eier en satt andel av oljeproduksjonen. Dermed blir hver enkel oljerigg et innviklet nettverk av forskjellige selskaper og underleverandører.

Man kan argumentere for at BW Energy har et fortrinn ved at de er tilknyttet BW-gruppen. En del av forretningsideen til selskapet er at de kan utvikle felter gjennom å benytte infrastruktur som andre selskaper ikke besitter. Ved å være tilknyttet et større konsern, kan man også få en bedre forhandlingsposisjon ovenfor leverandører. BW Energy er likevel avhengige av leverandører. Dette reflekteres godt i deres kostnader knyttet til leasing (leie). I 2020 strakk disse seg til over \$253 millioner³⁵. Rentekostnaden ble totalt på \$12,6 millioner. Selskapet leier blant annet skip, som står for den største kostnaden. I og med at BWE sin drift er helt avhengig av slike fartøyer, impliserer dette at selskapet også avhenger av leverandører. Det er likevel sentralt å poengtere at BW Energy som del av BW konsernet i mindre grad er avhengig av eksterne leverandører; de leier det meste av driftsmidler fra BW Offshore³⁶. Samarbeidet kan sikre dem en mer gunstig internpris enn ellers i markedet, innenfor rimelighetens grenser.

Dette til tross, så eksisterer det også stor konkurranse blant leverandører til E&P selskaper, hvilket stimulerer til sunn konkurranse også i dette segmentet. Konkurransen muliggjør at E&P selskaper kan sikre seg gode avtaler fra leverandørene, samtidig som de unngår stor avhengighet til et fåtall aktører. Vi anser derfor *leverandørenes forhandlingsmakt som moderat*.

³⁵ (BW Energy, 2022)

³⁶ (BW Group, 2022)

3.1.2.3 Trussel for nyetableringer

Hvorvidt oljeetterspørsel vil øke eller stagnere i kommende år er et svært omdiskutert tema. På den ene siden rapporterer OPEC at til tross for økende etterspørsel etter energi i perioden 2020-2045, vil oljenæringen miste markedsandeler til fordel for miljøvennlige løsninger³⁷. De ser midlertidig for seg at etterspørsel etter olje vil stige i perioden, ettersom økningen i etterspørsel etter energi vil være større enn økningen i fornybare energikilder. Samtidig rapporter FN at klimautslippene er nødt til å gå ned med 45% innen 2030 (fra 2010-nivåer), og at verden må ha netto nullutslipp innen 2050 dersom man skal klare å begrense den menneskeskapte oppvarmingen til under 1,5°C³⁸. Skal man kunne støtte en voksende oljenæring under disse kravene er man helt avhengig av utvikling i eksempelvis karbonfangst-teknologi. Debatten gjør det rimelig å anta at etterspørselen etter petroleum på sikt er svært usikker. Denne usikkerheten skaper en etableringsbarriere for potensielle nykommere, ettersom markedsrisikoen øker i takt med usikkerheten.

Videre krever operasjoner i E&P-bransjen enorme investeringskostnader – både finansielle og intellektuelle. Kombinert med høy markedsspesifikk risiko, blir en potensiell entré svært risikabelt for de fleste selskaper. I tillegg blir de fleste oppdrag utstedt i form av kontrakter fra myndighetene. Dette gjelder både Norge og store deler av verden ellers. Dette medfører at oljeselskaper er nødt til å ha en pålitelig merkevare, samt tilstrekkelig kompetanse for å ta steget inn i E&P-bransjen (sett bort fra muligheten om joint venture). Videre er oljeselskapene nødt til å ha et nettverk for å kunne lykkes i å anskaffe kontraktene. Dette skaper også velfungerende etableringsbarrierer, som gjør det vanskeligere for nye selskaper å ta markedsandeler. Vi anser derfor *trusselen for nyetableringer som lav*.

3.1.2.4 Trussel for substitutter

Substitutter utgjør en substansiell trussel for E&P-bransjen og BW Energy. Dette henger sammen med at selskapet ikke har håndfaste planer om en transformasjon til fornybare energikilder. På en side gjør dette at selskapet har svært lave kostnader

³⁷ (Organization of the Petroleum Exporting Countries, 2020)

³⁸ (United Nations, 2021)

knyttet til R&D, og kan fokusere på utvinning fremfor utforskning. De kan altså effektivisere det de allerede gjør, fremfor å forsøke å posisjonere seg mot radikale endringer i omgivelsene. På en annen side er det usikkerhet rundt bærekraftigheten til denne strategien på sikt, i og med at flere store aktører i E&P-bransjen allerede sikrer seg markedsandeler ved å skape klimanøytrale segmenter som vil ta over som hovedinntektskilde på sikt. Sann sett kan BW Energy i et lengre tidsperspektiv bli utdatert til det grønne skiftet, og dermed miste markedsandeler i det fremtidige energimarkedet.

Et sentralt spørsmål er hvor langt frem i tid man må før petroleum blir erstattet av substitutter. Per nå er det få lønnsomme substitutter i markedet, hvilket støtter oppunder hvorfor OPEC er positive til økt oljeetterspørsel frem til 2040. Dette kan videre underbygges av at kostnadene av å endre energikilde i dag er høy for samfunnet. Samfunnskostnadene kommer fra det høye antallet arbeidsplasser i oljenæringen som må utskiftes, i tillegg til de åpenbare nyinvesteringskostnadene.

Oljeprisen påvirkes som nevnt sterkt av futures. Dette gjør at dagens oljepris altså i stor grad styres av forventninger om fremtiden. Dersom spekulantene belager seg på at oljenæringen vil miste markedsandeler i energimarkedet synker også dagens oljepris. Slik sett henger trusselen for substitutter over BW Energy også per dags dato, og næringen blir påvirket av det grønne skiftet også i dag, selv om det kan gå lang tid før petroleumsbransjen blir erstattet i betydelig grad. Likevel, ettersom næringen på lang sikt skal bli erstattet og utdatert, og fordi bransjen allerede blir påvirket av det grønne skiftet anser vi *trusselen fra substitutter som høy*.

3.1.2.5 Generelt konkurransebilde (trussel fra konkurrenter)

Basert på funnene under de fire andre konkurransekraftene kan vi nå diskutere det generelle konkurransebildet. Kundenes lave forhandlingsmakt kombinert med den lave trusselen for nyetableringer gjør E&P-segmentet svært inntektsgivende. På en annen side utgjør trusselen for substitutter en reell fare for bransjens fremtid. Man kan sidestille sistnevnte med trusselen fra konkurrentene. Innad i næringen er det flere konkurrenter som allerede har sikret seg gode forutsetninger for å skaffe markedsandeler i det grønne skiftet – noe BW Energy foreløpig ikke har planer om å

forholde seg til. BW Energy har derfor svakere utsikter enn flere konkurrenter i et langsiktig perspektiv.

For å inkludere alle relevante konkurrenter må aktører fra fornybare sektorer inkluderes ved siden av de tradisjonelle E&P-selskapene. De fornybare selskapene har muligheter til å ta markedsandeler i energimarkedet på sikt, og kan derfor utgjøre en trussel så snart de får økt marginene sine. Analyse av konkurransesituasjonen kan derfor gjøres svært komplekst. Selv om framtidsutsiktene til disse selskapene er preget av usikkerhet, er det liten uenighet om at de truer den videre fruktigheten til fossilt-markedet.

Et siste poeng er å vurdere hvilke selskaper som vil overleve dersom radikale skift i omgivelsene fører til en vesentlig lavere oljepris. I en slik situasjon vil lave driftskostnader og gode marginer være essensielt. Likevel er det viktig å poengtere at BW Energy har en relativt liten reservoarportefølje, da deres forretningsmodell er bygget rundt gradvise oppkjøp. En drastisk reduksjon i oljepris vil derfor kunne risikere å sette dem ute av stand til å utvide driften i nye felt. For et lite selskap som er avhengig av fremtidig vekst vil dette skape risiko til tross for en kapitalstruktur uten rentebærende gjeld. Geopolitiske faktorer kan derfor utgjøre en større trussel for BW Energy enn hos andre, mer differensierte selskaper med større porteføljer. Ved at konkurrentene tilsynelatende har en sterkere posisjon i markedet vil vi derfor *vurdere trusselen fra konkurrenter som høy.*

3.1.2.6 Konklusjon

Porters fem konkurransekrefter gir oss altså en ryddig måte å vurdere BW Energy sine nære omgivelser. Det tyder på at omgivelsene byr på flere trusler som kan gjøre seg gjeldende i både nær og fjern fremtid. De ulike maktmomentene og deres nivå oppsummeres i matrisen under for illustrasjonsformål. Substitutter og konkurrenter utgir den største trusselen i E&P-bransjen, samtidig som kunder og leverandører har henholdsvis lav og moderat makt. Disse usikkerhetsmomentene i markedet gjør at trusselen for nyetableringer også er lav. Under vurderingen av nyetableringer har vi da inkludert E&P-markedet, og ekskludert eventuelle nyetableringer og nye

teknologier i fornybar-energi-markedet. Dette punktet er heller drøftet grundig under trussel for substitutter.

Trussel	Nivå
Kundenes forhandlingsmakt	<i>Lav</i>
Leverandørenes forhandlingsmakt	<i>Moderat</i>
Trussel for nyetableringer	<i>Lav</i>
Trussel for substitutter	<i>Høy</i>
Trussel fra konkurrenter	<i>Høy</i>

Tabell 1: Sammendrag av Porters fem konkurransekrefter

3.2 Interne analyser

I lys av de eksterne faktorene kan vi se styrker og svakheter med BW Energys interne ressurser og egenskaper. Dette vil gi et bedre bilde på hvorvidt eiendelene kan gi varige konkurransefortrinn, som naturligvis påvirker markedsandel og verdi i fremtiden. Målet med de interne analysene er altså å vurdere hvordan BW Energy sine operasjonelle og intellektuelle eiendeler kan påvirke selskapets markedsverdi.

3.2.1 VRIO

VRIO-analysen er en god måte å vurdere hvorvidt ressursene til et selskap gjør dem mer eller mindre konkurransedyktige, og står for valuable, rare, imitable and organized³⁹. I utførelsen av VRIO-analysen ønsker vi derfor å kategorisere om BW Energy sine ressurser er verdifulle, sjeldne, imiterbare og organisert- eller ikke. Poenget er at en ressurs som er verdifull, sjelden, ikke (eller vanskelig) imiterbar og som selskapet er organisert til å utnytte vil skape verdi for selskapet. I den sammenheng ønsker vi å analysere BW Energy sine fysiske, organisatoriske, menneskelige og teknologiske ressurser.

3.2.1.1 Fysiske ressurser

BW Energy sine fysiske ressurser som E&P-selskap innehar reservoarer og fysiske driftsmidler. Olje som blir produsert vil selges til en pris tilnærmet dagens Brent-spot pris, og inntjeningen per fat produsert er derfor vanskelig å differensiere.

³⁹ (Erichsen, Solberg, & Stiklestad, 2019, s. 276)

Hydrokarbonene som fysisk ressurs er dermed enkelt imiterbare, men kan skape konkurransefortrinn som knapp ressurs. De fleste selskaper som klassifiseres som E&P- vil ha mer eller mindre tilgang på hydrokarboner. Tilgangen på denne ressursen er derfor ikke sjelden i bransjen. Likevel er det produksjonen av oljefelt som er inntektsdriveren til BW Energy, og ressursen er verdifull. Til slutt er BW Energy utvilsomt organisert til å utvinne ressursen.

Ved å hovedsakelig drive oppkjøp av eksisterende felt har BW Energy muligheten til å benytte seg av eksisterende produksjonsanlegg og systemer for infrastruktur heller enn å skape nye. Dette gir dem betydelig verdiskapning ved å redusere oppstartskostnadene samtidig som produksjonsanleggene gjerne får høyere utnyttelsesgrad enn hos tradisjonelle E&P-selskap. Driftsmidlene til BW Energy er altså verdifulle, men ei heller disse er sjeldne eller vanskelige å imitere. Konkurransefortrinn fra de fysiske ressursene er altså jevnt over begrenset til tilgangen på hydrokarboner i markedet.

3.2.1.2 Organisatoriske ressurser

Av de organisatoriske ressursene er forretningsmodellen til BW Energy tungtveiende. Selskapet opererer med en strategi og forretningsmodell som gir dem muligheten til å oppsøke prosjekter som ellers ikke ville vært lønnsomme – og som ei heller er lønnsomme for flere av deres kjernekonkurrenter. Ressursen skaper altså mindre konkurranse rundt oppkjøp av felt innen BW Energy sitt avkastningskrav (IRR på 15% gitt oljepris på USD 50/fat). Gitt at det ikke skjer store teknologiske satsninger ellers i sektoren vil denne forretningsmodellen bidra til en sterk markedsposisjon for BW Energy.

Forretningsmodellen er også i stor grad skalerbar. Den gradvise oppkjøpsmodellen gjør at de kan utvikle infrastruktur i mindre grad enn det som kreves for et fullt felt, og de får da redusert tiden før produksjonen igangsettes, samtidig som de kan anvende infrastrukturen og erfaringer til å produsere (nærliggende) felt de kjøper senere på en enda mer effektiv måte. Hvorvidt det er mer effektivt å produsere olje gradvis heller enn å ta opp gjeld og kjøpe og produsere mer i dag kan nok diskuteres. Penger er som kjent verdt mer nå enn i morgen. Likevel vil de gradvise

investeringene i infrastruktur korte ned tiden til inntjening. Dette gjør både produksjonen og kapitalstrukturen forutsigbar for investorer, som kan virke attraktivt relativt til sammenlignbare selskaper som bruker mer gjeld og tid i utviklingsfasen (og med det får høyere enhetskostnader). Ved å produsere et (fåfall) felt av gangen har de altså mulighet til å gjenbruke infrastruktur i produksjon. Lønnsomheten av dette er videre avhengig av om kostnadsbesparelsen er større enn tapet for pengers tidsverdi.

I lyne av VRIO kan det altså konkluderes med at de organisatoriske ressursene er unike og at BW Energy er optimalt organisert for å utnytte dem. På den andre siden er det vanskelig å vurdere dem som verdifulle uten mer informasjon. Det er likevel rimelig å anta at dersom det ville være mer lønnsomt å bruke gjeld til å øke produksjonsvolumet så ville BW Energy sine (profittmaksimerende) direktører valgt å gjøre det. De organisatoriske ressursene er det dermed plausibelt å vurdere som verdifulle. Til slutt er forretningsmodellen rimelig imiterbar, i den grad andre selskaper har nok oppstartskapital til å holde seg gjeldfrie.

3.2.1.3 Menneskelige ressurser

BW Energy sine menneskelige ressurser inkluderer alt fra produksjonsarbeiderne som jobber offshore til CEO og direktører i den overordnede driften. Selv om produksjonsarbeiderne er sentrale for å utføre strategien, kan det argumenteres for at den største verdiskapningen ligger i utarbeidelsen. Selskapet har valgt en brukbar strategi, som tyder på at menneskene som har skapt den er dyktige og kompetente.

En viktig del av jobben til en CEO er å skape verdi for investorer. Det anses da som viktig å opptre i aksjeholderes beste interesse, gjennom å skape verdi og overskudd. Videre er det utslagsgivende for selskapet at aksjonærer har tiltro til ledelsen i et selskap, da alternativet vil gå negativt utover aksjekursen (betalingsvilligheten går ned). Et klart eksempel på dette så man i 2021 når CFO av BW Energy i april annonserte at de var startet boring i en utvidelse av Hibiscus-feltet, og aksjeprisen steg 15% med nyheten. Få dager senere den 6. mai oppdaget de at feltet ikke inneholdt hydrokarboner, men vann, og aksjekursen falt 20% på en dag⁴⁰.

⁴⁰ (Yahoo Finance, 2022)

Markedsverdien til selskapet er altså klart sensitiv til signaler fra ledelsen. Hendelsen i 2021 kan ha bidratt til en forverret tiltro til ledelsen, som igjen kan gjøre at selskapet er priset under sin fundamentale verdi. Å annonsere en slik nyhet før den var sikker taler mot ledelsens kompetanse og forsiktighet.

Fordi ledelsen i BW Energy er en såpass betydelig del av selskapets kjerne og omdømme vil dårlig tiltro fra omgivelsene kunne virke svært negativt. De menneskelige ressursene vurderes derfor som hverken sjeldne eller verdifulle. Videre vurderes de som ikke-imiterbare, men dårlig organisert, hvor verdien av disse vurderingskriteriene for menneskelige ressurser nok kan diskuteres.

3.2.1.2 Teknologiske ressurser

Som nevnt under de eksterne analysene er teknologisk innovasjon essensielt for langsiktige konkurransefortrinn i dagens E&P-bransje. Videre er det sentralt for BW Energy sin forretningsmodell at de har teknologi og kunnskap til å utvinne felt på lønnsomt vis i større grad enn sine sammenlignbare selskaper. De teknologiske ressursene ligger da hovedsakelig i produksjonsanlegg og infrastruktur.

Verdien av de teknologiske ressursene til BW Energy ligger gjerne mer i anvendelsen heller enn de konkrete ressursene. Gjenbruk av eksisterende infrastruktur gjør at de unnslipper store oppstartskostnader, som videre reduserer tiden fra oppkjøp til produksjonsstart som skaper verdi for selskapet. Likevel er det lite som tyder på at teknologien brukt i produksjon og frakt er unik eller ikke-imiterbar. De teknologiske ressursene er verdifulle, og BW Energy er organisert til å utnytte dem, selv om den største verdien for selskapet tilsynelatende ligger i anvendelsen av ressursene.

3.2.1.4 Konklusjon

En systematisk gjennomgang av BW Energy sine interne ressurser signaliserer to viktige poeng. Den faktiske inntjeningen er avhengig av tilgang til oljereservoar som gjør denne ressursen verdifull for selskapet. Videre er det forretningsmodellen til selskapet som sørger for verdiskapningen. Fysiske og organisatoriske ressurser spiller derfor en viktig rolle i BW Energy sin posisjonering i markedet, mens de

menneskelige ressursene tilsynelatende har tidligere sørget for en svakere posisjon for selskapet. Det må likevel fås frem at forretningsmodellen, en svært sentral ressurs, også stammer fra de menneskelige ressursene.

Ressurs	Verdifull	Sjelden	Imiterbar	Organisert	Konkurransefortrinn
Fysiske	Ja	Nei	Ja	Ja	Begrenset
Organisatoriske	Ja	Ja	Ja	Ja	Midlertidig sterkt
Menneskelige	Nei	Nei	Nei	Nei	Begrenset
Teknologiske	Ja	Nei	Ja	Ja	Begrenset

Tabell 2: BW Energy sine interne ressurser vurdert etter VRIO

3.3 Oppsummering SWOT:

Avslutningsvis ønsker vi å illustrere funnene fra de interne og eksterne analysene i en SWOT-matrise. I rammeverket representerer styrker og svakheter de interne faktorene, mens muligheter og trusler tar for seg de eksterne omgivelsene.

Den strategiske analysen gir et godt overblikk over de viktigste bedrifts-, - og bransjespesifikke faktorene, og er derfor et godt supplement til å diskutere hvorvidt det endelige kursmålet vi kommer frem til senere i verdsettelsen er rettfærdiggjort.

Interne faktorer	Styrker	Svakheter
	<ul style="list-style-type: none"> . Unik strategi som minimerer oppstarts- og enhetskostnader . Unik kapitalstruktur som gjør at selskapet har mye manøvreringsrom . Skalerbar forretningsmodell 	<ul style="list-style-type: none"> . Omgivelsene har svekket tiltro til ledelsen . Ingen muligheter for langsiktige konkurransefortrinn
Eksterne faktorer	Muligheter	Trusler
	<ul style="list-style-type: none"> . Lav forhandlingsmakt fra kunder . Gode etableringsbarrierer bidrar til lavere trussel for nyetableringer . Økte rentehevinger vil ikke ha samme effekt for BWE som hos konkurrenter med høy gjeldsgrad 	<ul style="list-style-type: none"> . Ikke posisjonert for det «grønne skiftet» . Trussel for substitutter er høy, og blir etter alle solemerker større med tiden . Vekstselskap i et segment med dårlige framtidsutsikter

Figur: 6: SWOT-matrise

4.0 Regnskapsanalyser

Regnskapsanalyser kan være nyttige for investorer for å få et bilde av BW Energy sin økonomiske situasjon. Fordi analysene er basert på historiske tall er det likevel viktig å poengtere at de har en begrenset predikerende verdi. BW Energy har i tillegg bare vært børsnotert og rapportert regnskapstall siden 2019, som i tillegg påvirker muligheten til å identifisere trender. Både 2020 og 2021 har vært preget av koronapandemien, som gjør at tallene fra 2019 er det nærmeste vi kommer en normalperiode for BW Energy. Resultatene fra regnskapsanalysene bør derfor tas med en klype salt.

For å tilegne regnskapsanalysene mer verdi under begrenset informasjon har vi under de fleste punktene valgt å sammenligne BW Energy sine nøkkeltall med de sammenlignbare selskapene. Analysene får derfor et formål om å bestemme BW Energy sin finansielle posisjon i markedet. Valg av sammenlignbare selskaper drøftes senere i oppgaven.

4.0.1 Avgrensning

Tatt i betraktning BW Energy sin kapitalstruktur har vi valgt å avgrense oppgaven mot flere regnskapsanalyser som går ut på finansiering. Dette gjør vi konsekvent, fordi de ikke ville representert virkeligheten på en fornuftig måte. Blant annet består mesteparten av anleggsmidlene til BWE av såkalte 'rights-of-use assets', som indikerer at selskapet ikke eier eiendelene, men kun innehar retten til å bruke de. Usikkerhet til hvorvidt andre selskaper opererer med samme typer eiendeler gjorde at vi valgte å hverken inkludere finansieringsgrad 1 og finansieringsgrad 2 i analysene våre. Vi mener at analysene vi har valgt gir et godt og helhetlig bilde på den finansielle situasjonen til BW Energy, spesielt ved å sammenligne nøkkeltall med konkurrerende selskap.

4.1 Lønnsomhet

Lønnsomhetsanalysene er interessante for å se hvorvidt BW Energy har klart å skape overskudd av investert kapital, og størrelsen som forholdstall. I den sammenheng har vi valgt å se på total kapitalrentabilitet (før skatt),

egenkapitalrentabilitet (etter skatt) og resultatgrad (etter skatt). Vi benyttet da følgende tall fra BW Energys rapporterte resultat og balanse:

År	2019	2020	2021
<i>(Tall i \$1 000 000)</i>			
Ordinært resultat før skatt	111,3	-12,2	88,8
Finanskostnader	6,0	13,9	9,6
Ordinært resultat	72,5	-41,1	52
Totalkapital	737,8	763,1	957,5
Egenkapital	363,1	443,2	569,2
Driftsinntekt	282,4	160,3	271,5
Effektiv skattesats	34,9%	-236,9%	41,4%
Gjennomsnittlig totalkapital	819,5		
Gjennomsnittlig egenkapital	458,5		
Totalkapitalrentabilitet	14,06%	4,23%	11,52%
Egenkapitalrentabilitet	15,81%	-8,96%	11,34%
Resultatsgrad	27,80%	-16,97%	22,69%

Tabell 3: Lønnsomhet

4.1.1 Totalkapitalrentabilitet

$$\text{Totalkapitalrentabilitet} = \frac{\text{Ordinært resultat før skatt} + \text{Finanskostnader}}{\text{Gjennomsnittlig totalkapital}}$$

Nøkkeltallet gir altså et tall som indikerer hvor lønnsomme BW Energy er i forhold til eiendelene sine. Ledelsen, analytikere og investorer er gjerne interessert i tallet fordi det viser hvor effektivt selskapet bruker eiendelene sine til å generere profitt. I normalåret 2019 ser vi en totalkapitalrentabilitet på 14,06%, og gjennomsnittet for de tre årene ligger på 9,94%. Videre ønsker interessentene naturligvis at tallet skal være så høyt som mulig. For å vurdere størrelsen på totalkapitalrentabiliteten til BW Energy har vi valgt å sammenligne den med tilsvarende tall hos de sammenlignbare selskapene i E&P-bransjen.

Totalkapitalrentabilitet	2019	2020	2021	Snitt	Median
BW Energy	14,06%	4,23%	11,52%	9,94%	11,52%
Panoro Energy	4,57%	2,47%	27,83%	11,62%	4,57%
Aker BP	10,58%	4,02%	26,99%	13,86%	10,58%
Noreco	-5,41%	2,27%	3,17%	0,01%	2,27%
OKEA	8,43%	-10,08%	21,53%	6,63%	8,43%
DNO	2,81%	-10,39%	11,66%	1,36%	2,81%
Bransjen ekskl. BWE	4,20%	-2,34%	18,24%	6,70%	4,20%

Tabell 4: Totalkapitalrentabilitet for BW Energy sine sammenlignbare selskap

Av årsrapporten til BW Energy kan man lese at finanskostnadene i resultatet til BW Energy inkluderer leasing-kostnader⁴¹. Sammenlignbare selskaper kan enten ha tilsvarende leasing-kostnader, eller ha valgt å ta opp rentebærende gjeld for å finansiere eiendelene sine. For å gjøre nøkkeltallet sammenlignbart har vi derfor valgt å trekke ut finanskostnader fra telleren. Dette lar oss isolere totalkapitalrentabiliteten uavhengig av hvordan selskapene har valgt å finansiere/låne driftsmidler.

I 2019 og 2020 ligger BW Energy helt på topp i forhold til bransjen. Dette tyder på å de drev effektivt i 2019, men også på at tiltakene deres i 2020 for å holde OPEX lave var effektive. I 2021 kan det tyde på at BW Energy ikke har gjenvunnet etter koronapandemien i samme grad som resten av bransjen. De ligger likevel godt over både gjennomsnitt og median til resten av bransjen, og det finnes en mulighet for at de vil nå igjen resten av bransjen på en årlig basis så snart de kommer i gang med oppskaleringsplanene som ble lagt på is under pandemien. Totalkapitalrentabiliteten viser derfor et selskap med en sunn plassering relativt til bransjen, og viser ingen grunn til bekymring.

4.1.2 Egenkapitalrentabilitet

Hovedforskjellen mellom totalkapitalrentabilitet og egenkapitalrentabilitet er at sistnevnte ikke tar høyde for kapitalstruktur (ekskluderer gjeld). Fordi BW Energy i stor grad er gjeldfritt, bør tallene bli relativt like. Denne antakelsen kan bekreftes fra tabell 1.

⁴¹ (BW Energy, 2022)

$$\text{Egenkapitalrentabilitet} = \frac{\text{Ordinært resultat etter skatt}}{\text{Gjennomsnittlig egenkapital}}$$

Her er det også interessant å sammenligne med BW Energy sine peers i E&P-bransjen, spesielt for å se om kapitalstrukturen er utslagsgivende og skaper forskjeller mellom selskapene.

Egenkapitalrentabilitet	2019	2020	2021	Snitt	Median
BW Energy	15,81%	-8,96%	11,34%	6,06%	11,34%
Panoro Energy	9,08%	-4,72%	44,70%	16,36%	9,08%
Aker BP	6,32%	2,00%	38,11%	15,48%	6,32%
Noreco	37,70%	2,98%	-9,29%	10,46%	2,98%
OKEA	-4,77%	-40,42%	40,46%	-1,58%	-4,77%
DNO	7,29%	-28,36%	20,21%	-0,29%	7,29%
Bransjen ekskl. BWE	11,12%	-13,70%	26,84%	8,09%	11,12%

Tabell 5: Egenkapitalrentabilitet for BW Energy sine sammenlignbare selskap

Vi ser at avkastningen er relativt god for BW Energy, med et snitt på 6,06%, hvor begge 'normalårene' 2019 og 2021 har en egenkapitalrentabilitet på godt over 10%, mens 2020 igjen trekker ned gjennomsnittet. Medianen ender da likt med bransjen, mens gjennomsnittet ligger noe under. I 2020 har BW Energy holdt et høyere nøkkeltall enn bransjesnittet, mens 2021 ser ut til å ha vært utslagsgivende for det høyere bransjesnittet fra 2019-2021. Her er det tydelig at de fleste sammenlignbare selskapene har gjort en enorm innhenting etter pandemiåret 2020, mens BW Energy sin vekst har vært mer moderat. Som tidligere drøftet valgte BW Energy å utsette oppskalingsplaner for 2020 som kan ha forårsaket en saktere oppblomstring. Gitt at selskapet fortsatt har vært preget av koronapandemien i 2021 er det ikke urimelig å anta en økende egenkapitalrentabilitet de neste årene for BW Energy også.

4.1.3 Resultatgrad

Den siste lønnsomhetsvurderingen vi gjorde var av resultatgraden. Tallet viser profit som andel av inntekt, og gir med det et inntrykk av om BW Energy har høye kostnader relativt til andre sammenlignbare selskaper. Dette gjør det også til en av de viktigste indikatorene for økonomisk helsetilstand. Også her har vi valgt å trekke ut finanskostnadene for sammenlignbarhet.

$$\text{Resultatgrad} = \frac{\text{Ordinært resultat} + \text{Finanskostnader}}{\text{Driftsinntekt}}$$

Resultatgrad	2019	2020	2021	Snitt	Median
BW Energy	27,80%	-16,97%	22,69%	11,17%	22,69%
Panoro Energy	11,40%	-1,24%	56,64%	22,27%	11,40%
Aker BP	13,02%	13,59%	22,84%	16,48%	13,59%
Noreco	75,68%	18,20%	6,55%	33,47%	18,20%
OKEA	15,01%	-29,38%	23,15%	2,92%	15,01%
DNO	21,10%	-27,55%	32,93%	8,83%	21,10%
Bransjen ekskl. BWE	27,24%	-5,28%	28,42%	16,79%	27,24%

Tabell 6: Resultatgrad for BW Energy sine sammenlignbare selskap

Her ligger BW Energy under bransjesnittet. En viktig observasjon er derimot at de i 2019, sitt eneste rapporterte 'normalår' ligger rett over snittet. For et selskap som baserer seg på lave kostnader og gode marginer er dette kanskje naturlig å forvente. Videre ser vi at BW Energy i 2021 er opp mot resultatgraden til de fleste sammenlignbare selskapene, der Panoro Energy drar bransjesnittet opp betraktelig. Både 2019 og 2021 viser dessuten til en sunn resultatmargin for BW Energy, og det er tydelig at selskapet tjener penger på den ordinære driften sin.

4.1.4 Oppsummering lønnsomhet

Lønnsomhetsanalysene tyder på at BW Energy ligger på et sunt lønnsomhetsnivå relativt til sine sammenlignbare selskaper. Etter pandemiåret 2020 ser man en tydelig oppgang i lønnsomhet i 2021, selv om bransjesnittet har kommet seg raskere tilbake enn BW Energy. Med oppskaleringsplaner for de kommende årene er dette likevel ikke bekymringsverdig. BW Energy viser altså positive lønnsomhets-nøkkeltall for et selskap i sin vekstposisjon.

4.2 Likviditet

Likviditet er viktig for å ha en buffer mot både uventede tap og investeringsmuligheter. Videre er likviditeten til et selskap viktig for både investorer og gjeldstakere for å vurdere hvorvidt de er sikret i en likvideringssituasjon. Selskaper med god likviditet er også i god stand til både betale forpliktelser de har

pådratt seg, og vil være godt rustet mot konjunktursvingninger⁴². Dette er spesielt sentralt i E&P-bransjen, hvor BW Energy, som vi senere skal se, er eksponert mot både svingende råvarepriser og valuta.

4.2.1 Likviditetsgrad 1

Likviditetsgrad 1 viser forholdet mellom omløpsmidler og kortsiktig gjeld, og med det hvor mye likvide midler selskapet har tilgjengelig utover det som må holdes for å dekke kortsiktig gjeld. Nøkkeltallet kvantifiserer altså selskapets muligheter til å dekke løpende kostnader. En vanlig tommelfingerregel er at likviditetsgraden bør være over 2, og sjeldent under 1⁴³.

$$\text{Likviditetsgrad 1} = \frac{\text{Omløpsmidler}}{\text{Kortsiktig gjeld}}$$

År	2019	2020	2021
Omløpsmidler	187,5	183,6	230,1
Kortsiktig gjeld	107,1	68,5	103,3
Likviditetsgrad 1	1,75	2,68	2,23

Tabell 7: BW Energy sin historiske likviditetsgrad

Fra tabell 7 er det klart at BW Energys likviditetsgrad 1 har vært tilfredsstillende alle de historiske regnskapsårene, selv under koronapandemien. Selskapet har med andre ord vært i god stand til å håndtere de løpende kostnadene sine. BW Energy holder seg så og si fri fra rentebærende gjeld, og fra balansen ser vi at den kortsiktige gjelden kun består av leverandørgjeld og leasing:

År	2019	2020	2021
Handel og annen leverandørgjeld	90,5	49,4	83,7
Kortsiktig leasing-gjeld	16,6	19,1	19,6
Total kortsiktig gjeld	107,1	68,5	103,3

Tabell 8: Historisk kortsiktig gjeld

⁴² (Kristoffersen, 2016)

⁴³ (Kristoffersen, 2016)

4.2.2 Likviditetsgrad 2

Det som skiller likviditetsgrad 1 og 2, er at sistnevnte kun tar de mest likvide omløpsmidlene under betraktning. Med andre ord trekker man varebeholdningen fra omløpsmidlene. Årsaken til at dette er relevant, er fordi det ofte kan ta tid å selge unna varelageret, og derfor kan ikke disse omløpsmidlene brukes til å behandle gjeld på kort sikt. For oljeselskaper kan det oppstå flere flaskehalsar i forbindelse med videresalg av olje, og derfor er det viktig for selskapene å ha tilstrekkelig kapasitet på varelageret. Likviditetsgrad 2 blir dermed et godt supplement til likviditetsgrad 1. I likhet med likviditetsgrad 1 bør verdien overstige 1, ettersom dette impliserer at bedriften til enhver tid evner å nedbetale løpende kostnader.

$$\text{Likviditetsgrad 2} = \frac{\text{Mest likvide omløpsmidler}}{\text{Kortsiktig gjeld}}$$

År	2019	2020	2021
Mest likvide omløpsmidler	178,1	175,2	222,7
Kortsiktig gjeld	107,1	68,5	103,3
Likviditetsgrad 2	1,66	2,56	2,16

Tabell 9: Likviditetsgrad 2

Også dette nøkkeltallet er meget tilfredsstillende i tidsperioden 2019-2021. Tallet ligger foreløpig på 2,16 som er meget sterkt, og langt over minstekravet på 1. Ettersom tallet ikke avviker for mye fra likviditetsgrad 1, impliserer dette også at selskapet effektivt får solgt unna mesteparten av produksjonen sin. Likviditetsanalysene gir altså interessant innsikt sett i lys av hverandre.

4.2.3 Oppsummering likviditet

BW Energy sin likviditetsgrad ligger på tilfredsstillende nivå, som støtter opp deres forutsetninger for å utbetale dividender om noen år. Videre ser de ut til å være godt rustet mot å håndtere konjunktursvingninger, som vil være vesentlig i dagens dynamiske markeder. Likviditeten gir altså ingen grunn for spesiell bekymring, og antyder i tillegg få/ingen flaskehalsar i BW Energy sitt videresalg av olje.

4.3 Finansiering og Soliditet

Finansiering dreier seg som kjent om anskaffelse og anvendelse av kapital. Spesielt for BW Energy er at driften deres er såpass sentrert rundt leasing, som videre gjør at flere av de bokførte eiendelen er såkalte 'rights-of-use-assets', altså driftsmidler de har disponibelt men ikke faktisk eier. Videre vil dette skape forskjeller også mellom de sammenlignbare selskapene, som gir analysene liten komparativ verdi. Vi har derfor som nevnt valgt å ekskludere det vanlige finansierings-nøkkeltallet «finansieringsgrad 1», og heller dedikert denne seksjonen til en soliditetssjekk. Årsaken til at man gjerne knytter en soliditetsanalyse innunder finansieringsanalyser er at soliditeten er svært knyttet til finansiering, og viser hvorvidt en bedrift er rustet til å tåle tap⁴⁴. Som vist under vil også soliditets-nøkkeltall ha begrenset verdi for en bedrift fri for rentebærende gjeld.

4.3.2 Gjeldsgrad

Gjeldsgraden viser forholdet mellom gjeld og egenkapital, og med det om investeringer først og fremst blir finansiert av eiere eller kreditorer. Nøkkeltallet viser gearingen, altså selskapets mulighet til å nedbetale gjeld i en nedgangstid. Fra tabell 3 kommer det frem at BW Energy sin gjeldsgrad var over 1 i 2019, og har deretter minket hvert år. Det ser ut til at hovedgrunnen er en økning i egenkapital, mens gjelden har holdt seg jevn. Gjeldsgrad bestemmes av følgende formel:

$$Gjeldsgrad = \frac{Gjeld}{Egenkapital}$$

År	2019	2020	2021
<i>(Tall i \$1 000 000)</i>			
Gjeld	374,7	319,9	388,3
Egenkapital	363,1	443,2	569,2
Gjeldsgrad	1,03	0,72	0,68

Tabell 12: Historisk gjeldsgrad ⁴⁵

⁴⁴ (Kristoffersen, 2016)

⁴⁵ (BW Energy, 2022)

Nesten all gjelden (85%) til BW Energy kommer fra leasing-avtaler. Som nevnt kan sammenlignbare selskaper ha lignende avtaler, eller ofte rentebærende gjeld som finansierer investeringer i PP&E. Gjeldsgraden er ikke anvendbar for å sammenligne på generell basis, så også her må vi ta i bruk bransjegjennomsnittet for å vurdere tallet.

Gjeldsgrad	2019	2020	2021	Snitt	Median
BW Energy	1,03	0,72	0,68	0,81	0,72
Panoro Energy	1,10	1,20	1,98	1,42	1,20
Aker BP	4,16	5,25	5,18	4,86	5,18
Noreco	3,98	3,70	5,28	4,32	3,98
OKEA	5,54	8,03	6,24	6,60	6,24
DNO	1,82	2,20	1,89	1,97	1,89
Bransjen ekskl. BWE	3,32	4,08	4,11	3,84	3,32

Tabell 13: Gjeldsgrad for BW Energy sine sammenlignbare selskap

En gjeldsgrad på 1 representerer intuitivt en lik andel av gjeld og egenkapital, mens en høyere gjeldsgrad indikerer mer gjeld. Ikke overraskende representerer BW Energy det selskapet i bransjen med lavest gjeldsgrad, selv om tallet ikke nødvendigvis er representativt. BW Energy sin gjeld i balansen består som sagt hovedsakelig av leasing-avtaler og andre betalingsforpliktelser som utsatt skatt og leverandørgjeld, heller enn gjeldsfinansiering av eiendeler. Uten å være sikker på hva som inngår i gjelden til de sammenlignbare selskapene får gjeldsgraden også liten komparativ verdi. En årsak til at betalingsforpliktelser ikke kan sammenlignes med rentebærende gjeld er blant annet at forpliktelsene i større grad kan termineres (terminering av gjeld er gjerne avhengig av likviditeten til midlene den har finansiert) og ofte ikke skal nedbetales i sin helhet.

Videre analyser knyttet til gjeld og finansiering velger vi som sagt å bortprioritere grunnet BW Energy sin kapitalstruktur. Bokført verdi for gjeld og egenkapital blir etter våre vurderinger med kapitalstrukturen lite representative.

4.3.3 Oppsummering Finansiering og Soliditet

På bakgrunn av BW Energy sin unike kapitalstruktur har vi valgt å gjøre finansierings – og soliditetsanalysen relativt kort. Vi konkluderer med at BW Energy, som fritt fra

rentebærende gjeld, innehar en god soliditet og er med det motstandsdyktige mot tap. Soliditetsanalysene viser altså ei heller grunn for bekymring.

4.4 Avsluttende kommentarer om regnskapsanalyse

Regnskapsanalyse kan være en rask og enkel måte for investorer å vurdere selskapets økonomiske situasjon relativt til sammenlignbare selskaper. Nøkkeltall er derfor mye brukt som indikator. Som nevnt innledningsvis har regnskapsbaserte analyser flere svakheter, spesielt for så nylig børsnoterte selskaper som BW Energy med mangel på omfattende historisk data. Med den konklusjonen har vi valgt å vektlegge de andre analysene (strategisk- multippel- og fundamentalanalyse) sterkere, og ikke gi regnskapsanalysene noen særlig verdi. Likevel kan man se at BW Energy i de fleste kategorier har gode nøkkeltall. Dette kan implisere at selskapet er i en god posisjon innad i bransjen, selv om det fundamentale samt framtidsutsikter er klart viktigere. Analysene har altså gitt verdi gjennom å tydeliggjøre at det ikke er noe fundamentalt galt eller risikofylt med strukturen til BW Energy, og samtidig gitt et bilde på deres posisjon i markedet.

5.0 Multippelanalyse

Med bransjeanalysen som bakgrunn har vi mulighet til å identifisere sammenlignbare selskaper til BW Energy. De sammenlignbare selskapene gir bakgrunn for å utføre en multippelanalyse. Metoden blir da å sammenligne BW Energy med de utvalgte selskapene (peers), og er med det en såkalt *komparativ* eller *relativ* verdsettelse. Multippelanalyse kan brukes med formål om å skaffe et raskt overblikk over selskapsprisingen innad i en sektor, og innehar gode komparative anvendelsesmuligheter. Analysen vil derimot gå glipp av bedriftsspesifikke sammenhenger som kan skape avvik mellom selskapene, da den ikke går i dybden. Det er derfor sentralt å supplere multippelanalysen med en fundamental analyse som gir mer innsikt i prisingen. Videre gir multippelanalysen bare informasjon om nå-situasjonen til selskapene som inngår. Fremtiden utgjør ofte store deler av markedsverdien til et selskap, og det kan derfor være hensiktsmessig å prosjektere multiplene fremover i tid (forward multiples) basert på fremtidig kontantstrøm. Dette gjøres ikke i denne analysen, da vi heller legger fokuset på andre fundamentale analyser senere i oppgaven (DCF). Prisen vi operer med for BW Energy i denne multippelanalysen er kursen fra 30. mars 2022, som var på NOK 26,05.

5.1 Sammenlignbare selskaper

Å finne gode sammenlignbare selskaper er alfa-omega for en anvendbar multippelanalyse. Det er da sentralt hvilke vurderingskriterier man setter under 'sammenlignbar'. På et overordnet nivå krever multiplene at selskapene man sammenligner benytter samme regnskapsprinsipper. Om de bruker ulike vil det kreve mye mer forarbeid og revisjon for å gjøre tallene sammenlignbare. Et annet vanlig vurderingskrav er at selskapene som sammenlignes er av relativt lik størrelse og har de samme inntektsdrivere (eksponert mot samme sektor). I valg av sammenlignbare selskaper har vi brukt følgende kriterier:

1. Industri: Selskap som tilhører E&P-bransjen, og er pure-play
2. Geografi: Norske selskap med virksomhet utenfor norsk sokkel
3. Finansielt: BOEPD mellom 5-100 000

Med disse kravene i bakhånd har det vært noe utfordrende å finne peers til BW Energy. Dette kommer av at BW Energy er et relativt lite selskap og at de er mindre diversifisert sammenlignet med andre i bransjen. Andre aktører i bransjen har gjerne flere inntektsdrivere, og betjener gjerne deler av midstream og/eller downstream i tillegg til upstream segmentet i sin petroleumsvirksomhet. I tillegg har flere oljeselskaper opprettet eller fusjonert inn avdelinger som tar sikte på å tilfredsstille et grønt skifte i fremtiden. Det er også få oljeselskaper notert på Oslo Børs som ikke opererer på norsk sokkel. Av den grunn valgte vi å fokusere på kriteriene 1 og 2, og fant norske pure-play oljeselskaper som opererer helt eller delvis utenfor norsk sokkel. Vi valgte dog å inkludere et selskap, Aker BP, som overskredet det finansielle kravet med en produksjon på 220 000 BOEPD. Selskapet ble likevel inkludert som en sentral konkurrent som er sammenlignbar på andre punkter, samtidig som vi ønsket å inkludere 5 selskap i analysen.

Grunnet en mangel på virkelig sammenlignbare selskaper kan faktorer som størrelsesforskjell påvirke kvaliteten på analysene. Multiplene vi velger vil likevel gi forholdstall, som gjør at analysen skaper verdi gjennom å gi et bilde på E&P-bransjen innen bestemte kriterier. Selskapene vi valgte som BW Energy sine peers er Panoro Energy AS, Aker BP, DNO ASA, Norwegian Energy Company ASA og Okea ASA.

Panoro Energy AS er et E&P selskap med virksomhet i Afrika. Selskapet eier blant annet de resterende 17,5% av Dussafu feltet i Gabon, hvor BW Energy har majoritetsinteresse og opererer. Panoro har hovedkontor i Oslo, opererer utenfor norsk sokkel og har en daglig produksjon på 7 495 BOEPD⁴⁶. De oppfyller med det alle våre kriterier og vurderes som et selskap med god sammenlignbarhet til BW Energy.

Aker BP er et langt større pure-play olje og gass-selskap innen E&P-sektoren. Selskapet har som nevnt langt større produksjon enn BW Energy, og driver hovedsakelig virksomhet på norsk sokkel⁴⁷, men velges likevel å inkluderes som en

⁴⁶ (Panoro Energy AS, 2022)

⁴⁷ (Aker BP, 2022)

sentral del av E&P-sektoren rundt BW Energy. I det tilfellet at selskapet skaper store utstikkere i en multipel vil det kommenteres og bli tatt hensyn til.

DNO ASA er et større norsk E&P-selskap som har sin hovedvirksomhet i Midtøsten og Nord-Afrika⁴⁸. Selskapet har en daglig produksjon på 94 477 BOEPD som plasserer dem i det øvrige sjiktet, men innenfor våre kriterier til sammenlignbare selskaper. DNO har også operasjoner på norsk sokkel, men eksponeringen knyttet til operasjoner i utlandet åpner dem for mange av de samme risikomomentene som BW Energy. DNO vurderes derfor som en god peer.

Norwegian Energy Company ASA, eller Noreco, er et E&P-selskap med hovedkontor i Norge samt hovedvirksomhet på dansk sokkel. Videre har de en daglig produksjon på 27 500 BOEPD⁴⁹. Vi vurderer derfor Noreco som en av BW Energy sine sammenlignbare selskaper.

Til slutt har vi Okea ASA, et norsk E&P-selskap med en daglig produksjon på 16 038 BOEPD. Av denne grunn har vi valgt dem som et sammenlignbart selskap til BW Energy, tross for at de bare driver virksomhet på norsk sokkel⁵⁰.

Som vist er det utfordrende å finne selskap som dekker alle tre kriterier for å være, etter vår mening, virkelig sammenlignbart til BW Energy. Vi har likevel funnet pure-play E&P-selskaper som driver med oljeproduksjon og har hovedkontor i Norge. Videre har flere av selskapene hele eller deler av virksomheten sin utenfor norsk sokkel. For å sammenligne de utvalgte selskapene med hverandre og finne en komparativ markedsverdi for BW Energy har vi valgt å bruke en inntektsbasert, en eiendelsbasert, en profittbasert og en produksjonsbasert multipel. Vi har da valgt å bruke multiplene Price/Earnings (P/E), Price/Book (P/B), EV/EBITDA og EV/BOEpd (Barrels of oil equivalents per day) for å sammenligne selskapene. Sistnevnte er en multipel brukt spesifikt i oljebransjen, og viser prissettingen av oljeselskaper basert på hvor mye olje de produserer per dag. Videre ønsket vi å bruke EV/2P, men ettersom verken Maromba eller Kudu er under produksjon ville 2P verdien blitt

⁴⁸ (DNO ASA, 2022)

⁴⁹ (Norwegian Energy Company ASA, 2022)

⁵⁰ (OKEA ASA, 2022)

uregelmessig lav for BW Energy. Derfor har vi valgt å ekskludere denne multippelen fra analysen. Alle tallene brukt i multippelanlysene er hentet fra selskapenes nyeste årsrapporter (publisert i 2022).

5.2.1 Price/Earnings (P/E)

P/E-ratio er blant de mest brukte multiplene for enkel sammenlignbarhet.

Forholdstallet viser hva markedet betaler for selskapets resultat på et gitt tidspunkt.

En høy multiplenummer kan antyde overprising, ettersom aksjen handles til en høyere verdi i forhold til hva resultatet til selskapet tilsvarer, mens en lav multiplenummer kan indikere en underpriset aksje. Man kan likevel argumentere for P/E multippelen ikke er egnet til å bestemme hvorvidt et selskap er over- eller underpriset, ettersom en multippelanalyse statistisk baserer seg på mest nylige resultat, mens aksjekursen i stor grad styres av forventninger om fremtidig inntjening. For å virkelig tilegne forholdstallet verdi er det derfor essensielt, som tidligere nevnt, å undersøke de bedriftsspesifikke sammenhengende som ligger til grunn for multippelen. P/E forholdstallet beregnes av følgende formel:

$$P/E = \frac{\text{Aksjekurs}}{\text{Resultat per aksje (EPS)}}$$

Price-to-earnings	BW Energy	Panoro	Aker BP	Noreco	OKEA	DNO
Aksjekurs	3,00	3,68	38,76	35,40	4,32	1,55
EPS	0,20	0,59	2,37	-1,20	0,31	0,21
P/E	15,00x	6,23x	16,35x	-29,50x	14,06x	7,38x
Gjennomsnittlig P/E (eks. BWE og Noreco)						11,01x
Aksjekurs i USD						2,20
Aksjekurs NOK						19,64

Tabell 14: P/E multiplenummer

Noreco har negativ EPS, og vil dermed ekskluderes fra gjennomsnittet. Årsaken er at når man får et negativt tall under brøkstreken jf. formelen, vil man få et meningsløst tall uten sammenlignbar verdi med positive tall⁵¹. Videre ser vi at DNO og Panoro handles på relativt lave P/E verdier, hvilket indikerer at aksjene er billigere

⁵¹ (Brealey, Myers, & Allen, 2020)

sammenlignet med bransjesnittet på 11,01x. Okea og Aker BP ligger derimot i intervallet 14,06x-16,35x, og drar med det snittet opp. P/E-multippelen gir altså et interessant bilde på hvilke av selskapene som er dyrest relativt til resultatet sitt. Tross at Aker BP har et betraktelig større produksjonsvolum enn de andre sammenlignbare selskapene ser man at forskjellen på multipler ikke blir altfor stor, nettopp fordi de er forholdstall. Dette støtter opp valget vårt av sammenlignbare selskaper som ikke oppfyller alle kriterier. BW Energy handles som vist på 15x. P/E multippelen impliserer da, etter tradisjonell tolkning, at BW Energy sin markedsverdi kan være overpriset.

P/E-multippelen gir et kursmål på **NOK 19,64**, som tilsvarer en lavere aksjekurs enn det BW Energy blir handlet for per nå (NOK 26,05). Overprisingen basert på P/E kan ha sammenheng med større tro på BW Energy sin fremtidige inntektsvekst sammenlignet med de andre selskapene i bransjen. For eksempel kan høye forventninger knyttet til satsingen i Maromba bidra til en relativt høyere P/E ratio, da noe av den urealiserte inntjeningen allerede blir priset inn i aksjen. Disse refleksjonene tas med videre når vi senere skal vekte de ulike multiplene mot et endelig kursmål.

5.2.2 Price/Book (P/B)

Multippelen Price/Book er også svært utbredt i finansmiljøer. Denne viser hvor mye markedet er villig til å betale for et selskaps bokførte egenkapital. I likhet med P/E, vil en høy multiplere indikere overprising, mens en lav indikerer det motsatte.

Multippelen har derimot noen sentrale svakheter. Bokført verdi tar ikke hensyn til framtidsutsikter, intellektuell kapital og konkurransefortrinn, og gjenspeiler derfor som regel ikke den reelle verdien til et selskap. I spesialsituasjoner, som eksempelvis med uvanlig høy inflasjon, vil eiendelene miste bokført verdi raskt relativt til markedsverdien sin, som gjør den bokførte verdien langt lavere enn faktisk verdi⁵².

Vi har likevel valgt å bruke multippelen, da den kan ha god komparativ verdi for selskaper i samme bransje. Videre er E&P-bransjen generelt sett godt egnet for bruk av P/B-multippelen, da store deler av selskapsverdien kommer fra fysiske, målbare eiendeler (reservoarer, driftsmidler, infrastruktur etc.) som kan likvideres. For

⁵² (Brealey, Myers, & Allen, 2020, s. 97).

bransjer med store immaterielle eiendeler blir multippelen mindre representativ. P/B ratioen beregnes av følgende formel:

$$P/B = \frac{\text{Aksjekurs}}{\text{Bokført egenkapital per aksje}}$$

Price-to-book	BW Energy	Panoro	Aker BP	Noreco	OKEA	DNO
Bokført EK	569 200 000	196 330 000	2 342 000 000	492 000 000	191 591 928	1 018 800 000
Antall aksjer	233 300 000	113 383 690	360 113 500	24 549 013	103 870 350	975 432 746
Aksjekurs	3,16	3,68	38,76	35,40	4,32	1,55
Bokført EK/aksje	2,44	1,73	6,50	20,04	1,84	1,04
P/B	1,30x	2,12x	5,96x	1,77x	2,34x	1,48x
Gjennomsnittlig P/B (eks. BWE)						2,74x
Aksjekurs USD						6,67
Aksjekurs NOK						59,53

Tabell 15: P/B multippel

Aker BP skiller seg ut med en forholdsvis høy multippel på 5,96x mot bransjesnittet på 2,74x. Dette betyr at aksjen blir handlet 5,96 ganger høyere enn selskapets bokførte egenkapital. Selskapet kan da enten være overpriset, eller ha store verdier som ikke har bokført verdi. Videre har BW Energy den laveste P/B ratioen i bransjen på 1,3x.

P/B-multippelen gir en verdi per aksje på **NOK 59,53** som tilsvarer en betydelig høyere pris enn det BW Energy blir handlet for per nå. Dagens underprising kan ha sammenheng med at selskapets bokførte verdier er undervurdert. En annen årsak kan være kapitalstrukturen til BW Energy som er uten rentebærende gjeld. Dersom den bokførte verdien av egenkapital hadde vært mindre til fordel for gjeld, kunne resultatet blitt (1) lavere bokført egenkapital per aksje, og (2) høyere P/B, og dermed et lavere kursmål. Ikke overraskende gav P/B-multippelen et kursmål som viker betraktelig fra dagens verdi. Også dette vektet inn mot det endelige kursmålet fra multippel-analysene.

5.2.3 Enterprise Value/EBITDA

EV/EBITDA-multippelen er blant de mest brukte multiplene for komparativ verdsettelse i de fleste bransjer, også innen olje og gass. Enterprise Value inkluderer selskapets egenkapital og gjeld, som er interessant å se i sammenheng med driftsprofitt (EBITDA). Ved å sammenligne EV/EBITDA-forholdstallet til peers får man et overblikk over hvordan den underliggende driften til komparative selskaper blir verdsatt. Multippelen deler slik sett enkelte faktorer med P/E-multippelen, men skiller seg ved at man her eliminerer forskjeller i kapitalstruktur gjennom å inkludere netto rentebærende gjeld og trekke fra kontantbeholdning. Multippelen er derfor antagelig langt mer anvendbar for å sammenligne selskaper som ikke er identiske. Videre er EBITDA et mål på resultat før eventuelle renter, skatt, avskrivninger og nedskrivninger, mens Earnings (i P/E) inkluderer disse. Også her er en høy multippel en indikasjon på overprising, eller at selskapet forventer høyere inntjeningsvekst i fremtiden. EV/EBITDA bestemmes av følgende formel:

$$EV/EBITDA = \frac{\text{Markedsverdi av EK} + \text{Netto rentebærende gjeld} - \text{Kontantbeholdning}}{EBITDA}$$

EV/EBITDA	BW Energy	Panoro	Aker BP	Noreco	OKEA	DNO
(Tall i \$1000)						
Markedsverdi EK	699 900	416 927	13 957 999	869 035	448 720	1 511 921
NIBD	-	388 006	1 742 000	1 162 000	84 033	153 000
Kontantbeholdning	150 900	24 532	1 970 906	123 000	229	736 600
EV	549 000	780 401	13 729 093	1 908 035	532 524	928 321
EBITDA	147 110	71 873	4 541 226	2 490 000	292 214	606 900
EV/EBITDA	3,73x	10,86x	3,02x	0,77x	1,82x	1,53x
Gjennomsnittlig EV/EBITDA (ekskl. BWE)						3,60x
Aksjekurs						2,92
Aksjekurs NOK						25,08

Tabell 16: EV/EBITDA multippel

Noreco har en forholdsvis lav multippel på 0,77x mot bransjesnittet på 3,6x. Selskapet hadde for sammenligning en negativ P/E, hvilket understreker at renter, skatt, avskrivninger og nedskrivninger utgjør en vesentlig forskjell for selskapets resultat. Panoro har den desidert høyeste multippelen på 10,86x. Dette kan forklares

med at selskapet fikk store lån i 2021. Det tar gjerne lenger tid før selskapet modner lånet til høyere EBITDA. Slik sett kan den forhøyede multippelen til Panoro være en utstikker, og ikke representere selskapets virkelige inntjening. BW Energy har den nest høyeste EV/EBITDA ratioen med 3,99x. EV/EBITDA-multippelen foreslår altså at selskapet kan være marginalt overpriset.

EV/EBITDA-multippelen gir altså et kursmål på **NOK 25,08**, som igjen er marginalt lavere enn dagens kurs (NOK 26,05). I likhet med P/E kan overprisingen være knyttet til større tro på selskapets forventede inntjeningsvekst sammenlignet med bransjen.

5.2.4 Enterprise Value/Barrels of Oil Equivalents per day (EV/BOEPD)

For en veldig bransjespesifikk, produksjonsbasert multipl har vi til slutt valgt EV/BOEPD, eller Enterprise Value over Barrels of Oil Equivalents per day.

Forholdstallet forteller oss om et selskaps produseringsevne/effektivitet relativt til selskapsverdien. En høy multipl indikerer at selskapet har en effektiv produseringsevne, men kan også antyde at aksjen er overpriset. Multipl forteller videre ingenting om fremtidig/potensiell produksjon. En høy verdi kan derfor indikere at selskapet forventer høyere produksjonsevne i fremtiden. EV/BOEpd beregnes av følgende formel:

$$EV/BOEpd = \frac{\text{Selskapsverdi}}{\text{Antall oljeekvivalenter produsert per dag}}$$

EV/BOEPD	BW Energy	Panoro	Aker BP	Noreco	OKEA	DNO
<i>(EV i \$1000)</i>						
EV	549 000	780 401	13 729 093	1 908 035	532 524	928 321
BOEPD	8 318	7 495	223 100	27 500	16 038	94 477
EV/BOEPD	66003x	104123x	61538x	69383x	33204x	9826x
Gjennomsnittlig EV/BOEPD (eks. BWE)						55614,71x
Aksjekurs i USD						2,63
Aksjekurs NOK						22,61

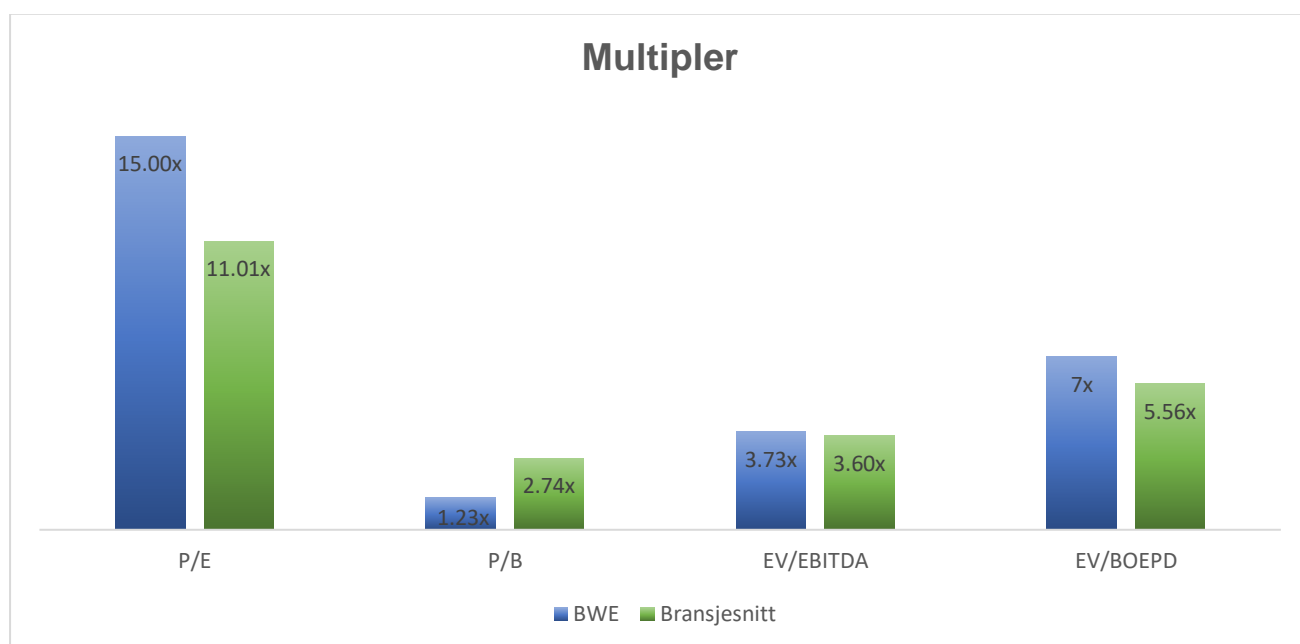
Tabell 17: EV/BOEpd multipl

Fra tabellen skiller DNO seg ut med en relativt lav multippel på 9826x mot bransjesnittets 55614,71x. Dette impliserer at aksjen er underpriset basert på oljeproduksjon. BW Energy har den nest høyeste multippelen på 66003x. Panoro har den høyeste multippelen på 104123x, og er den største bidragsyteren til å dra bransjesnittet betraktelig opp.

EV/BOEPD-multippelen gir et kursmål for BW Energy på **NOK 22,61**, som er lavere enn det aksjen handles for i dag. Overprisingen kan ha sammenheng med at selskapet forventer høyere produksjonsevne i fremtiden (50.000 BOEpd i 2025), som gjerne reflekteres av selskapets markedsverdi, men naturligvis ikke av dagens produksjonsvolum. Høy selskapsverdi relativt til dagens produksjon kan altså ha gitt et lavere kursmål enn fortjent.

5.3 Oppsummering

Deler av formålet med en komparativ analyse er altså å skape en oversikt over nå-situasjonen til E&P-bransjen. Videre kan årsakene til forskjeller i prissetting være viktigere enn de tallfestede resultatene. Vi har med det observert forskjeller i forholdstallene til selskapene under hver multippel, uten at noen avvik har vært ulogiske.



Figur 7: Oppsummering multipler

Som illustrert handles BW Energy på høyere multipler enn bransjesnittet for alle forholdstall unntatt P/B, som igjen produserer kursmål lavere enn dagens verdi. En mulig grunn til dette er den store veksten i både produksjonsvolum og inntjening som ventes de kommende årene. Så snart resultatet til BW Energy om noen år reflekterer denne oppskaleringen, gitt at prisen består, vil selskapet produsere lavere multipler og høyere kursmål i en komparativ analyse (gitt at bransjen ikke har tilsvarende stor utvikling). For et vekstselskap som BW Energy er det altså ikke unaturlig med svake kursmål fra en komparativ multippelanalyse. Multippelen som skiller seg mest ut er P/B. Her kan man argumentere for at verdien av den bokførte egenkapitalen blir kunstig høy relativt til peers når selskapet ikke har gjeld, og at EV/EBITDA derfor gir et mer nøyaktig kursmål ettersom den justerer for kapitalstruktur.

	Kursmål (USD)	Kursmål (NOK)	Vekt %	Justert Kursmål (NOK)	Justert Vekt
P/E	2,20	19,64	25%	19,64	30%
P/B	6,67	59,53	25%	59,53	5%
EV/EBITDA	2,92	25,08	25%	25,08	35%
EV/BOEPD	2,63	22,61	25%	22,61	30%
Beregning:	3,61	31,71	100%	24,43	100%

Tabell 18: Kursmål multipler

Vi har derfor valgt å nedjustere P/B til en 5% vekt opp mot det endelige kursmålet fra den relative verdsettelsen. I tillegg har vi valgt å vekte EV/EBITDA opp med 5% i forhold til de andre to multiplene, fordi justeringen i kapitalstruktur gjør denne verdien mer representativ for den virkelige selskapsverdien. De andre multiplene er vektlagt med like stor tyngde, og får med det en vekt på 30% hver. Dette gir oss til slutt et justert kursmål på **NOK 24,43**. Kursmålet er altså noe lavere enn det aksjen handles for i dag (NOK 26,05). Dette avviket er som drøftet etter all sannsynlighet knyttet til forventninger om fremtidig inntjening multiplene ikke tar hensyn til.

6.0 Fundamental analyse (DCF)

Både de strategiske og komparative analysene bærer preg av geopolitiske hendelser og forventninger fra omgivelsene. Avslutningsvis så vi det derfor som sentralt å også utføre en fundamental analyse. Vi har med det valgt å utføre en discounted cash-flow-analyse. Formålet med analysen er å finne nåverdien av BW Energy sine fremtidige frie kontantstrømmer, som gir en indikasjon på hvor mye selskapet er verdt i dag. Prinsippet er altså at BW Energy er verdt tilsvarende verdi som sine fremtidige frie kontantstrømmer, neddiskontert til dagens dato med WACC. Heller enn å se på historiske tall og forventninger fra markedet kan man da finne en verdi som eksklusivt baseres på fremtidig kontantstrøm, dermed *fundamental* verdi.

6.1 Prognose av fremtidige kontantstrømmer

Fremtidige kontantstrømmer er et naturlig startpunkt for analysen, da det danner grunnlaget for modellen vår. BW Energy publiserer årlig 'statement of reserves' hvor de oppgir mengde olje i nåværende reservoar, samt forventet årlig produksjon frem til 2035. De driver ikke direkte med leting selv, men kjøper opp eksisterende felt, som gjør at risikoen for å feilberegne størrelser på funn er langt mindre enn hos tradisjonelle «E&P»-selskap. Selve kjernen bak forretningsmodellen til BW Energy er i tillegg at de har teknologi og kunnskap til å utvinne oljen mer effektivt og i større grad enn andre i sektoren. Gjennom teknologi og erfaring kan de derfor beregne egen utnyttelsesevne, og vi anser derfor de oppgitte produksjonstallene som troverdige.

I årsrapporten for 2019 oppga BW Energy forventet netto produksjon på 15 (KBOPD) i 2020 og 15 (KBOPD) i 2021. Den reelle netto produksjonen endte på 10,4 (KBOPD) i 2020 og 8,3 (KBOPD) i 2021⁵³. Produksjonsårene 2020 og 2021 var altså betydelig mindre effektive enn forventet. Man kan likevel argumentere for at denne oppdagelsen ikke er representativ.

Pandemiårene 2020 og 2021 skapte store problemer for produksjonsselskaper over hele verden. For å unngå ineffektiv drift, og med det større enhetskostnader (OPEX/barrel) valgte BW Energy å nedskalere driften i henhold til restriksjoner på

⁵³ (BW Energy, 2022)

reising over grenser og flytting av personell. De endte da med en 'field uptime' på henholdsvis 86% og 88% i 2020 og 2021. For sammenligning var den på 98% i 2019; selskapets eneste rapporterte normalår⁵⁴. Om de hadde oppnådd tilsvarende effektivitet i 2020 og 2021 ville de endt på:

$$2020: 10,4 * \frac{98\%}{86\%} = 11,8 \text{ KBOPD}$$

$$2021: 8,3 * \frac{98\%}{88\%} = 9,2 \text{ KBOPD}$$

Videre ble oppskaleringsplaner for 2020 utsatt for å holde produksjonskostnadene lave, som påvirket produksjonsvolumet for både 2020 og 2021. Denne utsettelsen er redegjort for i årsrapporten for 2021, men viser likevel en sårbarhet for uforutsette hendelser. Denne usikkerheten blir tatt hensyn til under bransjespesifikk/selskapsspesifikk risiko, samtidig som vi velger å beholde de predikerte produksjonstallene (publisert i 2021) som utgangspunkt for fremtidige kontantstrømmer. Dersom selskapet over tid rapporterer lavere produksjon enn antatt vil det påvirke både omdømme og aksjekurs, mens effekten vil være positiv om det motsatte skjer. Vi antar derfor at BW Energy har større incentiv til å underestimere enn å overestimere fremtidig produksjon.

6.1.1 Prognose av fremtidige inntekter

BW Energy er som nevnt et lite differensiert selskap, og deres driftsinntekter kommer fra salg av olje. Fremtidige driftsinntekter baserte vi da på sammenhengen:

$$\text{Driftsinntekter} = \text{Produksjonsvolum (antall fat)} * \text{Oljepris (utsalgspris per fat)}$$

Produksjonsvolumet fordelte vi på de ulike feltene for å ta høyde for oppkjøp og verdivurderinger, og brukte tall fra BW Energys årsrapport fra 2021. Vi brukte produksjonstall i netto, for å ta høyde for BW Energys eierandel. Videre undersøkte vi futures-markedet for å finne oljeprisen frem til 2027 (det var ikke kjøpt futures for perioder lenger frem i tid enn dette), og antok så en stabilisering frem mot 2035 med en pris på 65 dollar per fat. Futures-markedet gir oss det mest riktige bildet på hva

⁵⁴ (BW Energy, 2022)

markedet tror oljeprisen vil være i fremtiden, så vi valgte å bruke disse tallene selv om eksempelvis BW Energy sine egne prediksjoner var betraktelig lavere (\$65/fat fra 2022 og fremover⁵⁵). Da selskapet er så direkte eksponert mot olje ser vi også eksterne kilder knyttet til fremtidig oljepris som mer troverdige og mindre forutinntatt. Kombinasjonen av olje-futures og predikert produksjonsvolum gav da grunnlaget for å estimere de fremtidige inntektene til BW Energy.

År	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
(Produksjonstall i \$1000)					
Netto produksjon	3 219,3	9 389,6	10 731,0	22 872,7	18 424,2
Oljepris (USD/fat)	97,8	86,2	78,1	72,0	68,5
Driftsinntekt	314 911,9	809 573,4	838 734,9	1 646 836,2	1 262 800,6

Tabell 11: Utdrag fra FCF, produksjonstall frem til 2035 finnes i ZIP-filen vedlagt oppgaven

Vi antar med det at BW Energy selger den produserte oljen til en pris tilnærmet lik gjennomsnittlig oljepris et gitt år. Driftsinntekter skal altså tilsvare produksjonsvolumet og oljeprisen. Det stemmer overens med salgstall fra 2019-2021, som gjør at denne antakelsen synes rimelig.

6.1.2 Prognose av fremtidige kostnader

Kostnader er i større grad kontrollerbare enn inntekter, og BW Energy har vist en dedikasjon til å holde dem på lave nivåer. Når effektiviteten ble truet i 2020 valgte de å nedskalere driften for å holde OPEX/barrel under kontroll⁵⁶. Historiske driftskostnader er med det:

År	2019	2020	2021	Snitt
OPEX/fat:				
<i>Som rapportert</i>	21	20	28,4	23,1
<i>Som OPEX/netto produksjonsvolum</i>	29	20	41	30,2

Tabell 20: Driftskostnader per fat produsert av BW Energy

BW Energy har som kjent ingen gjeld, men betydelige leasing-kostnader. Leasing-kostnadene gjelder driftsmidler, og inngår derfor i 'operating expenses'. Dette

⁵⁵ (BW Energy, 2022)

⁵⁶ (BW Energy, 2022)

forenkler fremtidige beregninger. BW Energy opererer med en OPEX på 35 dollar per fat produsert når de beregner avkastningskrav for oppkjøp⁵⁷. Som vist av historiske kostnader er prisen på 35 per fat historisk høyere enn årlig snitt-kostnad. Ved å sette OPEX/barrel på 35 dollar per år i alle fremtidige år (bortsett fra 2022, hvor de rapporterer en lavere forventet kostnad på 26 dollar/fat) gir det altså analysen en viss feilmargin. Vi har derfor valgt å beholde BW Energys prediksjon på 35 dollar/fat heller enn å bruke det historiske gjennomsnittet for å predikere fremtidige driftskostnader.

6.1.3 Andre antakelser i utregning av den frie kontantstrømmen

For å finne den frie kontantstrømmen er det andre forhold enn drifts-inntekter og -kostnader å ta hensyn til; nemlig avskrivninger, skatteutbetalinger, arbeidskapital og CapEx. Her oppgir BW Energy hverken faste satser eller fremtidige forventninger, som gjør disse punktene noe preget av antakelser i analysen vår. Kvaliteten på en DCF blir ikke bedre enn kvaliteten på de bakliggende antakelsene, som gjør at denne seksjonen utarbeides med ekstra omhu.

Avskrivninger er knyttet til eiendeler, og vi så derfor på både balansen og resultatet for å finne en sammenheng mellom postene. Av eiendeler i balansen har BW Energy hovedsakelig to store poster; 'PP&E' og 'Intangible assets'⁵⁸, eller driftsmidler og intellektuell kapital. Det finnes mange regler og begrensninger på hvilke typer intellektuell kapital som kan avskrives, uten at BW Energy selv rapporterer hva som inngår under denne posten i balansen deres. Det ble derfor naturlig å sette avskrivninger som en andel av driftsmidlene. I dette tilfellet ser vi liten forskjell mellom normalåret 2019 og spesialåret 2020, slik at vi antar at 2020 var et normalt år for avskrivninger. Alle de tre historiske årene inkluderes dermed i utregningen. Årlig avskrivningssats ble med det 27,26%.

⁵⁷ (BW Energy, 2022)

⁵⁸ De oppgir også 'rights-of-use-assets' som en betydelig eiendel, men driftsmidler som leies vil ikke gi avskrivningsmuligheter og ekskluderes derfor fra beregningene.

År	2019	2020	2021
PP&E (fra balansen)	216 500	239 500	351 300
Avskrivninger (fra resultatet)	74 700	70 900	62 100
Avskrivninger som % av PP&E	34,50%	29,60%	17,68%
Gjennomsnittlige avskrivninger som % av PP&E			27,26%

Tabell 21: Årlige avskrivninger i sammenheng med PP&E⁵⁹

For å anvende denne satsen frem i tid må man naturligvis også prosjektere årlige investeringer i PP&E, for å registrere utvikling under balanseposten. For å gjøre det har vi satt $PP\&E(t) = PP\&E(t-1) + CapEx - Avskrivninger$. Dette blir riktig under antakelsen at alt som inngår i CapEx kan og skal avskrives og klassifiseres som PP&E (CapEx inkluderer alltid kun fysiske eiendeler, som støtter opp denne antakelsen).

For å bestemme skattesats har vi sett på historiske skattebetalinger, som gir faktiske tall. Dette skapte en bedre oversikt enn selskapets egne satser, da BW Energy har operasjoner i ulike land med ulike skattesatser. Årlig skattesats på bruttoinntekt settes med det til 38,15%; gjennomsnittet av det de betalte i 2019 og 2021⁶⁰. I 2020 fikk BW Energy, som mange andre, omfattede støtte og skattefordel, og vi velger derfor å ekskludere spesialåret som ikke-representativt.

År	2019	2020	2021
Netto profitt/tap før skatt	111,3	-12,2	88,8
Kostnad av inntektsskatt	-38,8	-28,9	-36,8
Skattesats (Inntektsskatt/Netto profitt før skatt)	34,86%	-236,89%	41,44%
Vektet gjennomsnittlig skattesats:			38,15%

Tabell 22: Historisk og gjennomsnittlig skattesats for BW Energy

Hovedposten for CapEx er oppkjøp av nye felt, samt driftsmidler. Her har vi noen tall å forholde oss til, men må dekke resten med antakelser. Før åpningen av 'Hibiscus + Ruche Phase 2' i 2024 kreves en CapEx på \$ 400 000 000⁶¹, som gjør at summen fra 2022 til 2024 må tilsvare dette. Denne investeringen valgte vi å fordele lineært på

⁵⁹ (BW Energy, 2022)

⁶⁰ (BW Energy, 2022)

⁶¹ (BW Energy, 2022)

de tre årene. Videre er det sentralt at BW Energy sikter på å holde seg gjeldfrie, og lar kontantstrømmen fra tidligere år finansiere oppkjøp og videreutvikling av felt. Uten mer nøyaktig informasjon om planlagt fremtidig CapEx holder vi den derfor på et årlig nivå likt det i perioden 2022-2024. Med usikkerhet knyttet til både denne antakelsen og til fremtidig inflasjon (vekst) gir vi ingen vekstfaktor til CapEx, men holder den altså lik på \$133 333 000 årlig. Gitt at vi utfører DCF-analysen uten terminalverdi er det også rimelig å anta en halvering i CapEx i 2034, og ingen CapEx i 2035, hvor de resterende driftsmidlene likvideres til 20% profitt.

Likvideringsverdien etter 2035 settes så lavt som 20% av PP&E for å ta høyde for de høye exit-kostnadene i E&P-bransjen. Tallet er i tillegg ikke spesielt utslagsgivende for verdsettelsen vår, som gjør antakelsen rimelig. Likvideringsverdien neddiskonteres så til nåverdi etter WACC, og legges til den totale selskapsverdien 'Enterprise value'.

6.2 Diskonteringsrente

Diskonteringsrenten er også viktig for å bestemme nåverdien av de fremtidige kontantstrømmene, og den er ofte sensitiv til antakelser. For å bestemme renten anvender vi Weighted Average Cost of Capital, men BW Energy har som nevnt ingen gjeld, og WACC blir da lik Cost of Capital (CAPM). Vi bruker med det:

$$WACC = R_f + \beta_A * (E(R_m) - R_f)$$

Hvor R_f representerer den risikofrie renten, altså avkastningen man kan oppnå tilnærmet risikofritt i markedet. β_A er Asset Beta, altså Equity beta justert for kapitalstruktur. Asset betaen representerer den bransjespesifikke risikoen. R_m er markedets risikopremie. Utarbeidelsen av hvert av punktene blir grundig gjennomgått under.

6.2.1 Antakelser for WACC

For den risikofrie renten så vi til 20-årige statsobligasjoner, da tidshorisonten stemte best overens med den til DCF-en vår. Vi har som nevnt tatt utgangspunkt i kontantstrømmer 14 år frem i tid, til 2035, og det ble da mest riktig å bruke renten på

de 20-årige US Treasury-obligasjonene. Dette fordi de tilsvarer avkastningen man kunne oppnådd risikofritt i markedet med et investeringsperspektiv på over 10 år.

Til Beta i formelen har vi valgt å anvende BW Energy sin asset-beta. For å bestemme denne har vi tatt utgangspunkt i equity-beta og kapitalstrukturen til de sammenlignbare selskapene og brukt det til å finne 'unlevered' asset-beta for hver av dem. Videre har vi brukt gjennomsnittlig asset-beta og 'relevered' den til BW Energy sin kapitalstruktur. Asset-beta ble bestemt av følgende formel:

$$\text{Unlevered Beta} = \text{Equity Beta} * \frac{E}{E + D} + \text{Debt Beta} * \frac{D}{E + D}$$

Peer	Aksje-kurs	Antall aksjer	Market cap.	Gjeld	E/(E+D)	D/(E+D)	Equity Beta	Asset beta
Panoro Energy	32,85	113 383 690	3 724 654 217	21 193 000	0,9943	0,0057	2,6300	2,6151
Aker BP	359,7	359 788 349	129 415 869 135	12 128 000	0,9999	0,0001	2,3300	2,3298
Noreco	349,5	24 110 852	8 426 742 774	2 598 000	0,9997	0,0003	0,8500	0,8497
OKEA	39,9	103 870 350	4 144 426 965	10 664 000	0,9974	0,0026	1,3500	1,3465
DNO	14,51	975 432 746	14 153 529 144	1 929 000	0,9999	0,0001	3,1800	3,1796
Gjennomsnitt					0,9982	0,0018	2,0680	2,0641

Tabell 23: Gjennomsnittlig Asset-beta fra peers

Ettersom BW Energy er gjeldfrie blir Asset-beta lik bransjesnittet på 2,06 uten behov for justering.

BW Energy er notert på Oslo Børs, og vi har derfor brukt markedets risikopremie for det norske markedet. Tallet er basert på omfattende analyser som utføres av PwC hvert år, og var i 2021 på 5%⁶². Vi har da alle tallene som trengs for å bestemme WACC.

Markedets risikopremie	5,00%
Beta	2,06
Risikofri rente	2,31%
CAPM	12,63%
WACC = CAPM	12,63%

Tabell 24: Utrekning av BW Energy sin WACC

⁶² (PwC, 2021)

6.3 Discounted Cash Flow analyse

I utførelsen av DCF-analysen har vi predikert fremtidige inntekter ved hjelp av fremtidig produksjonsvolum og oljepris, samt kostnader basert på fremtidig produksjonsvolum og OPEX/fat. Videre har vi bestemt diskonteringsrente, WACC, og brukt den til å finne nåverdien av BW Energy sine frie kontantstrømmer fra 2022-2035. Fordi vi valgte å ekskludere terminalverdi har vi heller lagt inn en likvideringsverdi i 2035 lik 20% av daværende PP&E.

Et siste punkt i analysen var å bruke dollar-futures til å bestemme forventet dollarkurs frem til 2035, og bruke det til å omgjøre kontantstrømmene til norske kroner. Fordi det bare var kjøpt USD/NOK-futures et år frem i tid satte vi valutakonverteringen lik denne satsen (8,9) for alle årene. Til slutt delte vi den norske Enterprise valuen på antall utestående aksjer og fikk en pris per aksje på NOK 48,50.

Likvideringsverdi PP&E	13 024
WACC	12,63%
Enterprise Value USD	1 271 321 007
Enterprise Value NOK	11 314 756 959
Antall utestående aksjer	233 300 000
Pris per aksje (NOK)	48,50

Tabell 25: Siste beregninger og kursmål fra DCF

Den helhetlige DCF-modellen ligger vedlagt oppgaven som zip-fil under navnet «DCF-Analyse av BW Energy». Her har vi brukt BW Energy sine egne rapporterte regnskapstall og begreper, så for å enkelt kunne identifisere kildene er modellen også på originalspråket engelsk.

6.4 Sensitivitetsanalyse

Til slutt er det interessant å se hvor sensitiv markedsprisen er til endringer i WACC. Dette gir et bilde på hvor mye antagelsene våre påvirker verdien vi har kommet frem til.

WACC	11,37%	12,00%	12,63%	13,26%	13,89%
Kursmål	NOK 52,08	NOK 50,27	NOK 48,55	NOK 46,92	NOK 45,37

Tabell 26: Sensitivitetsanalyse WACC

Kursmålet har altså 7% oppside og 7% nedside med henholdsvis 10% reduksjon og 10% økning av diskonteringsrente. Det største usikkerhetsmomentet for WACC er knyttet til Beta, som avhenger av hvilke sammenlignbare selskaper man velger. For å redusere denne risikoen og finne en Beta som representerer bransjerisikoen har vi valgt sammenlignbare selskaper med en lignende equity-Beta som BW Energy. Sannsynligheten for en WACC som varierer mer enn +/- 10% anser vi derfor som liten. Kursmålet vårt er altså lite sensitivt til (sannsynlige) variasjoner i WACC.

6.5 Konklusjon og drøfting

DCF analysen gav en fundamental verdi per aksje på NOK 48,50. Som nevnt ligger det gode tall i bunn for verdsettelsen, men det er også en del usikkerhetsmomenter. BW Energy benytter seg for tiden ikke av brent olje futures, som eksponerer dem mot fluksjoner i oljeprisen. Dersom oljeprisen eksempelvis holder seg på \$65/fat årlig i perioden 2022-2035, slik BW Energy selv predikerer, får vi et kursmål på 38.40, altså 21% lavere enn våre beregninger. Ved å bruke futures i modellen vår fanger vi likevel markedets antakelser om fremtidig prisutvikling, som gjør at selskapsverdien vi kommer frem til tilsvarende aksjenes verdi i dagens marked. Slik har vi redusert usikkerheten knyttet til fluksjoner i oljepris på best mulig måte.

Dagens finansmarkeder er også som nevnt preget av usikkerhet og høy inflasjon, som øker valutarisikoen for BW Energy. Derfor eksisterer det en mulighet for vesentlige endringer i den fremtidige USD/NOK-kursen. Dette representerer et sentralt usikkerhetsmoment. Usikkerheten kommer fra BW Energy sin inntekt i dollar, mens børsverdien er i norske kroner. Som illustrert under er kursmålet noe sensitivt til endringer i den 14-årige gjennomsnittskursen USD/NOK fra vår antakelse på 8,9. Variasjonene representerer 21% nedside og 11% oppside, som ikke er ubetydelig. Valuta utgjør altså et sentralt usikkerhetsmoment for DCF-analysen vår.

Gjennomsnittlig USD/NOK	7	7,5	8	8,5	9	9,5	10
Kursmål (NOK)	38,15	40,87	43,59	46,32	49,09	51,77	54,49

Tabell 27: Sensitivitetsanalyse Valuta

Et sentralt moment er også usikkerheten knyttet til fremtiden til olje. Her har tidshorizonten til DCF-analysen vår fungert som en 'hedge'. Selv om fornybarmarkedet vokser, er det få som har troen på at oljeproduksjonen skal kuttes ut før 2035. Produksjonstallene som inngår i modellen vår, kan derfor anses som realistiske. Videre er det fullt mulig at BW Energy fortsetter operasjoner etter 2035. Denne muligheten skaper usikkerhet rundt våre estimater for CapEx.

Antakelsene som har blitt tatt i utførelsen av DCF-analysen anser vi altså som rettfærdige. Usikkerhet knyttet til fremtidig valuta og oljepris har blitt redusert så godt som mulig ved å bruke markedets forventninger. Videre har antakelser knyttet til CapEx og fremtidig utvikling av drift blitt bygget på BW Energy sine estimater og historie. Som nevnt tidligere har direktørene større incentiver for å underestimere enn å overestimere framtidsutsiktene til selskapet, som gjør at også disse antakelsene anses som troverdige.

7.0 Konklusjon

Multippelanalysen gav et vektet kursmål på NOK 24,43, og fra DCF-analysen ble prisen NOK 48,50 per aksje. Både strategisk og relativ verdsettelse gav verdifull innsikt til den fundamentale analysen. Strategisk-, multippel- og DCF-analyse sett i lys av hverandre utgjør derfor et helhetlig bilde av BW Energy sin verdi i markedet.

I vurderingen av BW Energy sine interne ressurser gav VRIO-analysen en antydning til at selskapet ikke innehar langsiktige konkurransefortrinn. Likevel er det, som drøftet under Porters fem konkurransekrefter, høyere etterspørsel enn tilbud av olje i energimarkedet. Så langt det ikke kommer svært levedyktige fornybare substitutter innen 2035, er det dermed liten risiko for at BW Energy ikke skal få solgt produktet sitt. Inntjeningen frem mot 2035 anses derfor som sikker.

Videre er inntektene i stor grad avhengig av utvikling i oljepris. For å redusere usikkerheten i den fundamentale analysen har vi derfor knyttet kostnader og utgifter til produksjonsvolum heller enn inntekt. BW Energy sine estimater for årlig produksjon de neste 14 årene gjorde dette mulig.

Faren for substitutter og en utfasing av oljenæringen har vi gjennom eksterne analyser vurdert som BW Energy sin største trussel. For å minimere usikkerheten i den fundamentale analysen vår satt vi derfor en tidshorisont på 14 år, og inkluderte en likvideringsverdi heller enn terminalverdi i slutten av denne. Dette virket mest hensiktsmessig da BW Energy har signalisert at de holder seg helbrune heller enn å gå inn i fornybarsektoren. For å møte forventninger fra omgivelsene forsøker de likevel å være klimanøytrale i selve produksjonen sin, som også minimerer usikkerhet rundt leveranse til et oljeavhengig energimarked de neste 14 årene.

Fordi DCF-analysen bygger på innsikt fra både den relative og strategiske verdsettelsen har vi valgt å verdsette denne tyngst mot den endelige markedsverdien. Videre velger vi å kun vekte multippelanalysen med 10%. Den mest sentrale årsaken til dette er vekstposisjonen til BW Energy. Fordi prisen deres i stor grad er basert på fremtidig oppskalering og inntjening ser den lav ut relativt til dagens inntjening. Dette gjør at multippelanalysen gir en svakere verdi enn vi mener

er fortjent. Videre vektes den ned grunnet sammenlignbarheten til peers. Fordi det var utfordrende å finne pure-play oljeselskap i dagens marked endte vi opp med selskaper av varierende størrelse og med operasjonelle aspekt som ikke oppfylte alle krav for virkelig sammenlignbarhet. Dette gav oss regnskapsanalyser og multippelanalyser av interessant komparativ verdi, samtidig som vi ikke synes kursmålet rettferdiggjør BW Energy sine framtidsutsikter. Vi endte derfor opp med en vekting på 90% og 10% av henholdsvis DCF- og multippelanalyse.

	Kursmål (NOK)	Vekt
Discounted Cash Flow	48,5	90%
Multipler	24,43	10%
Vektet kursmål		46,09

Tabell 28: Endelig vektet kursmål

Resultatet av omfattende strategiske, komparative og fundamentale analyser gir oss en vektet markedsverdi for aksjene til BW Energy på NOK 46,09 per 31.03.2022.

Bibliografi

- Aker BP. (2022, Mars 15). *Aker BP*. Hentet fra Annual Report 2021: <https://akerbp.com/wp-content/uploads/2022/03/aker-bp-annual-report-2021.pdf>
- Baker, B. (2021, Juli 27). *Bankrate*. Hentet fra Cboe Volatility Index (VIX): What is it and how is it measured?: <https://www.bankrate.com/investing/vix-volatility-index/>
- Brand Studio. (2022, April 27). *Aftenposten*. Hentet fra Fra Statoil til Equinor: Er navnebyttet bare et forsøk på grønnvasking? Slik svarer sjefen.: <https://www.aftenposten.no/brandstudio/feature/v/equinor/navnebyttet/>
- Brealey, R. A., Myers, S. C., & Allen, F. (2020). *Principles of Corporate Finance*. New York: Mc Graw Hill Education.
- Bureau of Economic Analysis. (2022, Mars 31). *News release*. Hentet fra Personal Income and Outlays , February 2022: <https://www.bea.gov/news/2022/personal-income-and-outlays-february-2022>
- BW Energy. (2020). *Annual report 2019*. BW Energy.
- BW Energy. (2022). *Annual Report 2021*.
- BW Energy. (2022). *Annual Statement of Reserves*.
- BW Energy. (2022, April 19). *BW Energy*. Hentet fra Our history: <https://www.bwenergy.no/about-us/our-history/>
- BW Energy. (2022, April 19). *BW Energy*. Hentet fra Our strategy: <https://www.bwenergy.no/about-us/strategy/>
- BW Group. (2022, April 26). *BW Group*. Hentet fra Agreement to divest the FPSO Polvo to BW Energy: <https://bw-group.com/newsroom/articles/2022/04/agreement-to-divest-the-fpso-polvo-to-bw-energy/>
- Chen, J. (2022, Mars 24). *Investopedia*. Hentet fra Petrodollars: <https://www.investopedia.com/terms/p/petrodollars.asp>
- DNO ASA. (2022, Mars 17). *Annual Report and Accounts 2021*. Hentet fra DNO ASA: <https://www.dno.no/media/isfdjhq2/2021-annual-report.pdf>
- Equinor. (2022, April 27). *Equinor*. Hentet fra Where we are: <https://www.equinor.com/where-we-are>
- Erichsen, M., Solberg, F., & Stiklestad, T. (2019). *Ledelse i små og mellomstore virksomheter*. Bergen: Fagbokforlaget.

- Forente Nasjoner. (2022, Mars 18). *FN*. Hentet fra FNs bærekraftsmål: <https://www.fn.no/om-fn/fns-baerekraftsmaal>
- Gundersen, N., Lundberg, N. H., & Norsk Oljemuseum. (2021, November 08). *SNL*. Hentet fra Petroleum: <https://snl.no/petroleum>
- IEA. (2022, April 26). *Russian supplies to global energy markets*. Hentet fra Oil Market and Russian Supply: <https://www.iea.org/reports/russian-supplies-to-global-energy-markets/oil-market-and-russian-supply-2>
- Kramer, L. (2022, Mars 07). *Investopedia*. Hentet fra Upstream vs. Downstream Oil and Gas Operations: What's the Difference?: <https://www.investopedia.com/ask/answers/060215/what-difference-between-upstream-and-downstream-oil-and-gas-operations.asp>
- Kristoffersen, T. (2016). *Årsregnskapet: en grunnleggende innføring*. Bergen: Fagbokforlaget.
- Norges Bank. (2022, Mars 30). *Norges Bank*. Hentet fra Valutakurser: <https://www.norges-bank.no/tema/Statistikk/Valutakurser/?tab=currency&id=USD>
- Norsk petroleum. (2022, April 23). *Norsk Petroleum*. Hentet fra Selskap: <https://www.norskpetroleum.no/fakta/selskap-utvinningstillatelse/>
- Norsk Petroleum. (2022, 04 27). *Norsk petroleum*. Hentet fra Omregning: <https://www.norskpetroleum.no/kalkulator/om-kalkulatoren/>
- Norwegian Energy Company ASA. (2022, Februar 16). *Noreco*. Hentet fra Annual-Report 2021: <https://static1.squarespace.com/static/614b104bbbd450161025a768/t/625573b023ed430714c6a14f/1649767384708/Noreco+2021+Annual+Report.pdf>
- OKEA ASA. (2022, Februar 11). *Annual Report 2021*. Hentet fra OKEA: <https://www.okea.no/wp-content/uploads/2022/04/okea-annual-report-2021.pdf>
- Oljedirektoratet. (2022, April 23). *Oljedirektoratet*. Hentet fra Aktører på norsk sokkel: <https://www.npd.no/fakta/publikasjoner/rapporter/ressursrapporter/ressursrapport-2017/utvinning-mye-a-ta-fatt-i/aktorer-pa-norsk-sokkel/>
- Organization of the Petroleum Exporting Countries. (2020). *World Oil Outlook 2045*.
- Panoro Energy AS. (2022, Februar 23). *Panoro Energy*. Hentet fra Q4 2021 TRADING AND FINANCIAL UPDATE: <https://mb.cision.com/Public/399/3512342/a5d20b56d62ef407.pdf>
- Porter, M. E. (2008). The five competitive forces that shape strategy. *Harvard Business Review*, 17.

- PwC. (2021, Desember 1.). *PwC*. Hentet fra Risikopremien i det norske markedet 2021:
<https://www.pwc.no/no/publikasjoner/risikopremien.html>
- Regjeringen. (2019, Mai 29). *Regjeringen*. Hentet fra Handlingsplan - bærekraftig finansiering: <https://www.regjeringen.no/no/sub/eos-notatbasen/notatene/2018/nov/handlingsplan---barekraftig-finansiering-/id2652793/>
- S&P Global. (2022, April 25). *Commodity Insights*. Hentet fra Crude oil futures continue to fall as China extends lockdown, recession fears:
<https://www.spglobal.com/commodityinsights/en/market-insights/latest-news/oil/042522-crude-oil-futures-continue-to-fall-as-china-extends-lockdown-recession-fears>
- SINTEF. (2022, Mars 9). *Petroleumstilsynet*. Hentet fra Lavutslippssenteret ved SINTEF:
<https://www.ptil.no/contentassets/6853173a473744788ca08e03040bd22c/lavutslippssenteret-ved-sintef---malin-torsater-sintef.pdf>
- Statistisk sentralbyrå. (2022). *Fakta om Norsk næringsliv*. Hentet fra De største næringene:
<https://www.ssb.no/nasjonalregnskap-og-konjunkturer/faktaside/norsk-naeringsliv>
- The White House. (2022, Mars 03). *The White House*. Hentet fra FACT SHEET: United States Bans Imports of Russian Oil, Liquefied Natural Gas, and Coal:
<https://www.whitehouse.gov/briefing-room/statements-releases/2022/03/08/fact-sheet-united-states-bans-imports-of-russian-oil-liquefied-natural-gas-and-coal/>
- U.S. Energy Information Administration. (2022, Mars 08). *Energy & Financial Markets*. Hentet fra What drives Crude Oil Prices:
<https://www.eia.gov/finance/markets/crudeoil/supply-opec.php>
- U.S. Energy Information Department. (2022, April 12). *U.S. Energy Information Department*. Hentet fra SHORT-TERM ENERGY OUTLOOK:
https://www.eia.gov/outlooks/steo/report/global_oil.php
- United Nations. (2021). *COP26 The Glasgow Climate Pact*.
- Yahoo Finance. (2022, April 26). *Yahoo finance*. Hentet fra BW Energy Limited:
<https://finance.yahoo.com/quote/BWE.OL/history?period1=1619222400&period2=1621814400&interval=1d&filter=history&frequency=1d&includeAdjustedClose=true>
- Yahoo Finance. (2022, 04 27). *Yahoo Finance*. Hentet fra CBOE Volatility Index:
<https://finance.yahoo.com/quote/%5EVIX/history?period1=1646092800&period2=1648771200&interval=1d&filter=history&frequency=1d&includeAdjustedClose=true>

